

Indice

Introduzione.....	pag. 4
Capitolo I: Le società sportive tra normativa speciale e disciplina codicistica.....	
1. Dalla riforma del 1966 alla legge n. 91 del 1981.....	pag. 8
2. Novità introdotte dalla legge n. 586/1996	pag. 19
3. Differenza tra società sportive professionistiche e società dilettantistiche.....	pag. 23
Capitolo II: Il fenomeno della quotazione delle società calcistiche.....	pag. 30
1. Calcio e borsa.....	pag. 30
2. La quotazione nei mercati regolamentati:.....	pag. 36

4. Azioni e strumenti di finanziamento.....	pag. 49
5. Azioni e diritti.....	pag. 61
6. Le società calcistiche italiane quotate.....	pag. 67
Capitolo III: Informazione e trasparenza.....	pag. 75
1. Il ruolo della Consob.....	pag. 75
2. Il confronto con le esperienze degli altri Paesi europei.....	pag. 88
3. Considerazioni conclusive e di sintesi sul fenomeno della quotazione in Borsa delle società calcistiche.	pag. 97
Bibliografia.....	pag. 107

Introduzione

Il presente elaborato è volto a delineare un quadro generale del fenomeno della quotazione delle società calcistiche nei mercati regolamentati, allo scopo di fornire una valida chiave di lettura delle dinamiche intercorrenti tra Calcio e Borsa. Sotto un primo profilo, si è ritenuto opportuno prendere le mosse da un approccio di tipo storico-giuridico alla tematica in esame, enucleando distintamente i diversi passaggi legislativi che si sono susseguiti nella disciplina del fenomeno sportivo, dalla normativa codicistica sull'associazionismo (artt. 36-38 c.c.), all'introduzione della legge n. 91/1981 sul professionismo sportivo, finendo per concludere con l'enunciazione delle modifiche normative introdotte dalla legge n. 586/1996, che ha disposto la rimozione del divieto di distribuzione degli utili ai soci di società sportive e ha consentito, altresì, il perseguimento di finalità lucrative ai soggetti operanti nel settore. Come si avrà modo di approfondire nel corso della presente trattazione, infatti, tale novità legislativa ha svolto un ruolo determinante nella trasformazione di queste società in veri e propri centri di *business*, innescando un circolo vizioso di interessi tutti tra loro diversificati e, talvolta, anche confliggenti, quali, la

compravendita dei giocatori e dei diritti televisivi, il *merchandising* dei prodotti della squadra, lo sfruttamento finanziario del marchio e dell'immagine del *club*, l'incentivazione del mercato delle scommesse e, da ultimo, ma solo per ordine di richiamo, la quotazione nei mercati finanziari.

Orbene, con riferimento a quest'ultimo aspetto, partendo dall'assunto secondo il quale l'entrata nel mercato finanziario presuppone l'adesione ad un modello di gestione aziendale efficiente e di successo, certamente lontano dal prototipo tradizionale dell'impresa calcistica, spesso caratterizzata da bilanci in perdita, il presente elaborato procede gradualmente alla disamina dei requisiti richiesti per l'accesso in Borsa, per soffermarsi, in un secondo momento, sui costi e sui benefici connessi all'investimento delle società di calcio nei mercati finanziari. In particolare, da un lato, analizzati i presupposti formali e sostanziali per il compimento di passo così importante per struttura organizzativa e finanziaria della società, ci si sofferma sul modello di *business* adottato dalle società calcistiche, tradizionalmente incentrato sul mercato dei calciatori e sulla compravendita dei diritti TV, in modo da valutarne la compatibilità con le caratteristiche e i principi dei mercati

regolamentati. Dall'altro, nell'ottica degli interessi dell'azionista, una volta delineato il contenuto e la natura dei diritti derivanti dall'acquisto del titolo azionario, sia esso ordinario o di risparmio, si cerca di valutare l'opportunità dell'investimento in società calcistiche, alla luce delle esperienze dei *club* italiani quotati (Lazio, Roma e Juventus) e degli altri *club* europei, in particolare, del *Manchester United*, elevato a modello di efficienza economica tra le squadre calcistiche presenti sul mercato finanziario.

L'ultima parte dell'elaborato si occupa dei principi di informazione e trasparenza e delle future prospettive economiche delle società calcistiche nei mercati regolamentati. A tal riguardo, sotto il primo profilo, particolare attenzione viene posta alla diffusione delle notizie inerenti al calcio-mercato, attività che, nel corso degli ultimi anni, è stata ripetutamente oggetto di raccomandazioni e comunicazioni da parte della Consob, da sempre solerte nell'esortare le società calcistiche ad un uso prudente dello strumento mediatico. In ordine al secondo punto, invece, si sottolinea l'importanza dell'adesione delle società calcistiche ad una politica economica basata sulla diversificazione e stabilizzazione dei ricavi, che sfrutti al

massimo le potenzialità offerte dalla gestione dello stadio di proprietà, dalla vendita dei diritti televisivi, dal *merchandising*, dall'attività di sponsorizzazione e vendita dei diritti di *naming*, in modo da affrancare le *performance* finanziarie dall'andamento dei risultati sportivi. L'individuazione di un modello efficiente di impresa, infatti, si rivela di fondamentale importanza per chiarire, in via risolutiva, se l'attuale tendenza al *delisting* delle società calcistiche dai mercati finanziari debba far concludere per l'insuperabile incompatibilità dei meccanismi del calcio e della finanza, ovvero, se questa progressiva riduzione dei soggetti partecipanti sia il risultato di una naturale selezione nel mercato a favore delle imprese più efficienti e all'avanguardia.

Capitolo I

Le società sportive tra normativa speciale e disciplina codicistica

1. Dalla riforma del 1966 alla legge n. 91 del 1981.

Se si analizza da un punto di vista storico evolutivo tutto il processo che ha condotto all'affermazione del modello di società calcistiche quotate in borsa non si può prescindere dall'esaminare l'organizzazione e la struttura delle prime associazioni sportive. Alle origini, infatti, le società di calcio fecero ingresso nell'ordinamento giuridico come enti associativi, situazione che, del resto, riguarda ancora oggi molte associazioni sportive. In particolare, la forma giuridica utilizzata dai *club* di calcio era quella dell'associazione non riconosciuta. Il quadro giuridico di riferimento era, dunque, quello contenuto negli artt. 36, 37 e 38 del codice civile. Lo schema giuridico dell'associazione non riconosciuta rappresentava il modello organizzativo ideale per i *club* calcistici, i quali operavano senza alcun perseguimento di finalità lucrative, senza personalità giuridica, facendo esclusivamente affidamento sul contributo dei propri aderenti. La responsabilità era in capo agli associati. Sotto quest'ultimo

aspetto, le associazioni calcistiche venivano inquadrare nella categoria delle associazioni mutualistiche. Con quest'ultima denominazione, infatti, la dottrina suole indicare, distinguendoli dalle associazioni edonistiche, gli enti che perseguono il vantaggio degli stessi associati e non di terzi estranei al rapporto associativo. Nell'ambito di questa categoria si individuano le associazioni con scopo economico, o meglio, con scopo indirettamente economico, in contrapposizione con le associazioni aventi scopo non economico, come appunto le associazioni con fini ricreativi¹. La partecipazione all'associazione calcistica rilevava ai fini del tesseramento dell'associato presso la Federazione sportiva di riferimento². Con l'espansione del fenomeno calcistico e il conseguente interesse verso il risultato sportivo si fece presente ai *club* l'esigenza di recuperare risorse economiche necessarie allo svolgimento

¹ W. BIGIAMI, *La professionalità dell'imprenditore*, Cedam, Padova, 1948, pag. 90, nota 21.

² La F.I.G.C. (Federazione Italiana Giuoco Calcio) nacque il 16 marzo del 1898, sotto il nome di F.I.F. (Federazione Italiana Football), nome che mantenne fino al 1909. La F.I.G.C. fu riconosciuta dalla F.I.F.A. (Federetion Internazionale de Football Association) nel 1905 e dalla U.E.F.A (Union of European Football Association) nel 1954. In base allo Statuto vigente la F.I.G.C. è «*associazione riconosciuta con personalità giuridica di diritto privato avente lo scopo di promuovere e disciplinare l'attività del giuoco del calcio e gli aspetti ad essa connessi*» (art. 1, co. 1), nonché «*associazione delle società e delle associazioni sportive (le "società") che perseguono il fine di praticare il giuoco del calcio in Italia e degli altri organismi a essa affiliati che svolgono attività strumentali al perseguimento di tale fine*» (art. 1, co. 2).

dell'attività sportiva e far fronte alle crescenti richieste del contesto socio/economico nel quale le associazioni si trovavano ad operare. Accanto all'idea della remunerazione dello spettacolo sportivo che le associazioni proponevano, pertanto, si fece strada figura del “mecenate sportivo”, nata dall'interesse degli imprenditori per il settore calcistico, come veicolo pubblicitario per l'imprenditore e la sua azienda. Il “mecenate”, dunque, assumeva la responsabilità dell'associazione sportiva, facendosi carico delle obbligazioni sociali. In questa fase, il bilancio delle associazioni calcistiche, improntato al principio di cassa, presentava una struttura relativamente semplice, in quanto, ai giocatori, così come al costo per l'acquisto dei medesimi, non era attribuito alcun valore contabile. Tuttavia, proprio questi ultimi, in quanto responsabili del risultato sportivo, rappresentavano la risorsa economica più importante dell'associazione. L'atleta-associato si trasformò ben presto nella figura di un professionista, che veniva remunerato per la prestazione sportiva svolta, diventando, in tal modo, una importantissima fonte di *business* nel mondo calcistico. Consapevole del ruolo che andava assumendo il fenomeno calcistico nel contesto economico e sociale, nel 1949, la Federazione calcistica italiana consentì alle

“società” di tesserare calciatori stranieri, dando un’ulteriore spinta all’espansione del mercato calcistico. In questa fase di profonda trasformazione e crescita economica venne in evidenza l’inadeguatezza della compagine associativa rispetto alla nuova conformazione del settore calcistico. L’inadeguatezza era sia di natura organizzativa sia economica. Sotto il primo profilo, si evidenzia la già citata scomparsa della figura dell’atleta-associato in favore di quella del calciatore professionista e il contestuale “monopolio” dei soggetti finanziatori nella gestione del *club*. Al tempo stesso, l’ingente movimento di denaro legato all’ampliamento delle competizioni oltre i confini nazionali, al progressivo interessamento al calcio da parte dei media e del pubblico, determinavano un crescente interesse per il risultato sportivo e per il *marketing* legato alla sponsorizzazione. La combinazione di tutti questi elementi, in conseguenza della quale l’associazione sportiva cominciò a rispondere sempre più a logiche di tipo imprenditoriale, indusse a prendere in considerazione la necessità di incentivare il controllo dell’attività gestionale delle associazioni calcistiche. In tale contesto, la F.I.G.C. si determinò cercare un rimedio alle problematiche sopravvenute, attraverso l’emanazione di due provvedimenti. Un

primo comunicato ufficiale, datato 16 settembre 1966, prevedeva lo scioglimento delle vecchie associazioni calcistiche professionistiche e la costituzione in nuove società per azioni, come condizione necessaria ed imprescindibile per l'iscrizione al campionato dell'anno 1966/1967. Il secondo provvedimento riguardava la predisposizione di un modello standard di statuto societario, obbligatorio per tutte le società, che prevedeva il divieto di redistribuzione degli utili tra i soci in caso di scioglimento, che sarebbero dovuti essere investiti per i miglioramenti. L'obiettivo era quello di risolvere il deficit economico che aveva colpito diversi *club*, garantendo, al contempo, il rispetto della normativa fiscale e societaria e la gestione ordinata e trasparente delle risorse del mercato calcistico. L'imposizione della forma societaria ai *club* calcistici avrebbe comportato, infatti, l'estensione delle disposizioni legislative, in particolare, di quelle sulla formazione e sulla pubblicità del bilancio. Tuttavia, la soluzione prospettata dalla F.I.G.C. non trovò il favore dei giuristi, convinti della necessità di intervenire con appositi provvedimenti normativi allo scioglimento delle associazioni calcistiche. Pertanto, la Suprema

Corte di Cassazione a Sezioni Unite³ e il Consiglio di Stato⁴ con due storiche sentenze dichiararono l'illegittimità del provvedimento di scioglimento e successiva costituzione in forma societaria emanato dalla Federazione italiana. La trasformazione di questi enti, pertanto, avvenne in maniera autonoma, grazie, altresì, all'apporto fondamentale del Ministero del Turismo e dello Spettacolo, che concesse un incentivo, per il risanamento delle società calcistiche, sotto forma di un mutuo ad interesse agevolato, condizionato all'assunzione da parte dei medesimi della forma societaria della s.p.a. L'assenza dello scopo di lucro rappresentava la caratteristica principale di questi nuovi organismi. Il divieto di distribuzione degli utili fra i soci si poneva in contrapposizione con la natura delle società di capitali ma appariva l'unica soluzione percorribile per garantire il risanamento finanziario delle società calcistiche. Tuttavia, tali provvedimenti non condussero al risultato sperato, al contrario, non è mancato chi ha attribuito al divieto di lucro il motivo principale del mancato sviluppo della nuova società sportiva

³ Cass. S.U. n. 2028 del 1968.

⁴ Cons. di Stato n. 354 del 1969.

professionistica⁵, a causa del quale le società si sarebbero ritrovate, indebitandosi, a far ricorso a fonti di remunerazione indirette, nel settore pubblicitario e televisivo.

Tale situazione giunse ad una svolta decisiva nel 1981, allorché, il Legislatore intervenne a riformare in maniera organica la materia calcistica. La legge n. 91 del 23 marzo del 1981 regola in maniera strutturale lo sport professionistico italiano, formalizzando una serie di principi, tra i quali, in primo luogo, il principio di libertà dell'esercizio dell'attività sportiva, sia in forma individuale o collettiva, sia in forma professionistica o dilettantistica (art. 1). Volendo tracciare uno schema generale del dettato normativo introdotto dalla legge, si individuano tre settori di intervento: la forma giuridica e l'assetto sociale delle società sportive professionistiche; il sistema dei controlli federali e il rapporto tra atleta e società e le relative modalità di trasferimento. Quanto al primo aspetto, viene chiarito definitivamente il riconoscimento come società sportive professionistiche solamente agli enti costituiti sotto forma di società per azioni o a responsabilità limitata. Viene delineato,

⁵ MANCIN, *L'ordinamento sportivo e i relativi soggetti*, pag. 11, 2010.

altresì, l'oggetto sociale delle società in questione, il cui unico scopo, inteso come scopo-fine, può essere solamente quello del perseguimento dell'attività sportiva (art. 10). Tale caratteristica si combina contestualmente con il divieto di lucro, derivante dall'impossibilità di distribuire gli utili tra i soci della società (art. 10 e 13). Il legislatore, pertanto, ha voluto delineare un modello di società sportiva diretta alla produzione di guadagni, attraverso l'organizzazione di pubblici spettacoli, ma con il vicolo di destinazione degli utili alla promozione e allo sviluppo dello sport. In tale cornice normativa, il vantaggio del socio si collegava al prestigio e alla notorietà conseguenti alla partecipazione sociale e nei benefici connessi al risultato sportivo della squadra.

La riforma ha rafforzato, altresì, il sistema dei controlli sulle scelte di finanziamento delle società sportive, estendendolo alle operazioni straordinarie e agli investimenti immobiliari. A tal proposito, l'art. 12 della legge n. 91 del 1981, nella sua formulazione originaria, stabiliva che *“tutte le deliberazioni delle società concernenti esposizioni finanziarie, acquisti o vendita d'immobili, o comunque tutti gli atti di straordinaria amministrazione, sono soggetti ad approvazione delle FSN cui*

sono affiliate”; prevedendo, altresì, che “*la federazione sportiva nazionale, per gravi irregolarità di gestione, può richiedere al tribunale, con motivato ricorso, la messa in liquidazione della società e la nomina di un liquidatore*”. Tali disposizioni, dunque, concedevano alle federazioni sportive di esercitare una forte ingerenza nell’autonomia privata delle società sportive, limitando in maniera significativa il potere decisionale di queste ultime. Anche questa scelta, sebbene giustificata dalla necessità di vigilare sull’operato e sulla gestione dei *club*, al fine di salvaguardare l’equilibrio economico delle società sportive, non è stata valutata in maniera positiva da coloro i quali l’hanno ritenuta un ostacolo alla crescita culturale dei soggetti operanti nel settore⁶.

Il terzo punto interessato dalla riforma concerne il rapporto tra l’atleta e la società e l’abolizione del vincolo sportivo. In epoca precedente alla riforma, l’atleta risultava legato alla società sportiva in virtù di due vincoli: il rapporto di lavoro sportivo, avente ad oggetto l’ingaggio e il compenso del calciatore professionista, da un lato; dall’altro, il rapporto di vincolo

⁶ MANCIN, *op. cit.*, pag. 19.

sportivo, che forniva al *club* il potere di avvalersi in via esclusiva delle prestazioni del calciatore per tutta la durata dell'attività agonistica e di precludere allo stesso di fornire il suo apporto ad un'altra società. Il legame era tale da influenzare la stessa destinazione del calciatore, che poteva essere trasferito ad altre squadre solo previo consenso e contestuale cessione del vincolo sportivo della società d'origine. L'art. 16 della L. n. 91 del 1981 pose fine a tale situazione, stabilendo che *“le limitazioni alla libertà contrattuale dell'atleta professionista, individuate come vincolo sportivo nel vigente ordinamento sportivo, saranno gradualmente eliminate entro cinque anni dalla data di entrata in vigore della presente legge, secondo le modalità a parametri stabilite dal Coni, in relazione all'età degli atleti, alla durata ed al contenuto patrimoniale del rapporto con le società”*. In base alla nuova disciplina, il calciatore è vincolato alla società dalla stipulazione di un contratto in forma scritta, di durata non superiore ai cinque anni. Con il contratto la posizione dell'atleta è assimilata a quella del lavoratore dipendente, ad esclusione delle disposizioni relative al licenziamento, alla risoluzione del contratto, al reintegro in caso di licenziamento ingiustificato. Infatti, le ipotesi nelle quali risulta possibile licenziare il

calciatore sono espressamente previste dal contratto di categoria predisposto dalla Federazione e dall'Associazione Italiana Calciatori (Aic). È possibile, altresì, che la società ceda il contratto anticipatamente al termine di scadenza, ma è previsto il consenso del calciatore ai fini del perfezionamento dell'operazione. Alla cessazione del rapporto contrattuale, il calciatore resta, comunque, libero di stipulare un nuovo contratto con un'altra società. Nella versione originaria della disciplina, quest'ultima società avrebbe dovuto provvedere, in base alle regole della federazione, a versare alla società di provenienza un'Indennità di Preparazione e Promozione (IPP). Dal punto di vista pratico, l'IPP provocava lo stesso effetto del vincolo sportivo, in quanto, alla scadenza del contratto, il calciatore si vedeva costretto ad accettare solamente le proposte provenienti dai *club* disposti a pagare il “prezzo di riscatto” alle società di provenienza. Per tali motivi, a seguito della sentenza Bosman del 1996, anche questo istituto venne abrogato.

2. Novità introdotte dalla legge n. 586/1996.

La sentenza C-415/93 della Corte di Giustizia Europea, meglio nota come sentenza Bosman, dal nome del calciatore coinvolto nella vicenda oggetto della decisione, pose le basi per lo sviluppo della successiva riforma della disciplina calcistica. La decisione condusse alla liberalizzazione dei trasferimenti degli atleti professionisti comunitari tra gli Stati membri e all'eliminazione dell'obbligo di versare alla società di provenienza del calciatore l'indennità di preparazione e promozione. Nel 1993 la Corte d'Appello di Liegi, nell'ambito della controversia per il risarcimento dei danni promossa dal calciatore professionista Jean Marc Bosman, sollevò questione di compatibilità con gli artt. 48, 85 e 86 del Trattato CEE delle disposizioni normative delle federazioni sul trasferimento dei calciatori all'interno della Comunità Europea ed, in particolare, di quelle che imponevano il pagamento alle società di provenienza dei calciatori di indennizzi analoghi all'IPP, nonché, di quelle che limitavano la partecipazione alle competizioni sportive di giocatori stranieri, cittadini dell'UE. La Corte di Giustizia Europea, in accoglimento del ricorso, sancì la contrarietà al principio di libera circolazione dei lavoratori nel territorio comunitario delle norme

sull'indennità di trasferimento e di quelle che limitavano la partecipazione degli stranieri alle gare di campionato. L'adeguamento degli Stati membri alla pronuncia della Corte di Giustizia determinò profondi cambiamenti nella disciplina dei trasferimenti, tuttavia, la sua portata innovativa tardò ad essere recepita, soprattutto, in Italia, dove, solo con l'emanazione della legge n. 586 del 1996, di conversione del D.L. n. 485 del 1996, denominato "decreto spalma perdite", venne modificata la legge n. 91 del 1981, in adeguamento dell'interpretazione fornita dalla Corte UE. Occorre evidenziare, peraltro, che il denunciato contrasto con la normativa europea in materia di circolazione dei lavoratori rimaneva circoscritto alle operazioni di trasferimento transfrontaliero, lasciando inalterata la disciplina sulla circolazione all'interno del singolo Stato membro.

In Italia, per ovviare alle conseguenze derivanti dall'abolizione dell'indennità di preparazione, che privò i *club* sportivi di ingenti fonti di finanziamento, si decise di modificare l'assetto legislativo delle società calcistiche, eliminando il divieto del perseguimento della finalità di lucro, concedendo la possibilità di distribuire gli utili tra i soci. In seguito alla riforma, quindi, viene a configurarsi un nuovo modello di società, certamente più affine

al paradigma codicistico delle società di capitali, caratterizzata da un diverso oggetto sociale, specificato dalla norma che stabilisce che *“l’atto costitutivo deve prevedere che la società possa svolgere esclusivamente attività sportive ad esse connesse e strumentali”*. Tuttavia, l’equiparazione alle società di capitali non può dirsi pienamente realizzata nemmeno in questa occasione, alla luce delle limitazioni alla distribuzione degli utili imposta dalla legge. La nuova disciplina prevede, infatti, in sostituzione dell’indennità di preparazione, un premio di addestramento e formazione tecnica, concesso in caso di sottoscrizione del primo contratto del calciatore in favore del *club* presso il quale il medesimo avesse svolto la sua ultima attività dilettantistica o giovanile (art. 1), accompagnato dall’obbligo della società di destinare una quota non inferiore al 10% degli utili alle scuole giovanili di addestramento e formazione tecnico-sportiva (art. 4). L’introduzione dello scopo di lucro ebbe come conseguenza necessaria l’obbligo di nomina del collegio sindacale per la vigilanza sulla corretta gestione finanziaria della società, in deroga a quanto stabilito dall’art. 2477 c.c. Parallelamente, vennero ridimensionate anche le disposizioni sul controllo federale, limitato al controllo del campo sportivo e la facoltà

della federazione di chiedere all'autorità giudiziaria la liquidazione delle società in crisi. A questo periodo di innovazione normativa si sono accompagnate, altresì, significative trasformazioni, in ambito economico e sociale. La sentenza Bosman, infatti, ha determinato una espansione globale del fenomeno calcistico, incrementando l'immigrazione di massa dei calciatori stranieri, a discapito del calciatore italiano. Un ulteriore effetto della riforma si rinviene nella nascita dei diritti TV, del *merchandising*, dello sfruttamento dei marchi e dell'immagine, lo spostamento delle partite, la quotazione in borsa. È a partire da questo momento, quindi, che la gestione economico-finanziaria delle società calcistiche assume maggiore rilevanza, con le inevitabili conseguenze che, come si avrà modo di approfondire, tale obiettivo assumerà nella direzione manageriale dell'azienda.

3. Differenza tra società sportive professionistiche e società dilettantistiche.

La disciplina giuridica dell'attività sportiva calcistica fino a questo momento affrontata ha lasciato in disparte l'analisi del fenomeno sportivo a livello dilettantistico. Ciò perché le leggi n. 91 del 1981 e n. 586 del 1996 disciplinano esclusivamente la materia dello sport professionistico. Si ritiene, tuttavia, che questa preliminare analisi sull'evoluzione societaria del calcio in Italia non possa prescindere dall'esaminare, quanto meno, in termini generali, le modalità organizzative previste dal legislatore per lo svolgimento dell'attività sportiva di natura dilettantistica, sia per motivi di completezza sistematica, sia per agevolare, attraverso modalità comparative, la comprensione del fenomeno societario calcistico a livello professionale, le cui questioni saranno oggetto di approfondimento nel corso della presente trattazione. La differenza tra attività sportiva professionistica e attività sportiva dilettantistica è rilevante fondamentalmente per tre motivi: per la differente natura giuridica con la quale viene esercitata l'attività sportiva a livello professionistico rispetto a quella di tipo dilettantistico; per il diverso trattamento fiscale che caratterizza l'una rispetto all'altra; nonché, da ultima, solo in

ordine di esposizione, non per importanza, la diversità di scopi che caratterizza l'attività professionistica da quella dilettantistica. L'abrogato decreto ministeriale 17 dicembre 2004 in materia di obblighi assicurativi definiva gli sportivi dilettanti come *«tutti i tesserati che svolgono attività sportiva a titolo agonistico, non agonistico, amatoriale, ludico motorio o quale impiego del tempo libero, con esclusione di quelli che vengono definiti professionisti»*. Lo sportivo professionista, al contrario, è quell'atleta, quel tecnico, quel direttore sportivo o quel preparatore che svolge *«a titolo oneroso con carattere di continuità nelle discipline regolamentate dal C.O.N.I. e che conseguono la qualificazione di Federazioni sportive professionistiche, l'attività sportiva.»* (art. 2, legge sul professionismo sportivo). In linea generale, l'attività dilettantistica consiste nello svolgimento di una pratica sportiva caratterizzata da finalità ideali e non lucrative. È fatto divieto, pertanto, ad un ente sportivo dilettantistico, in qualunque forma organizzato, di distribuire l'eventuale ricchezza residuale ai propri soci o associati. Tale definizione si desume, implicitamente, dall'elencazione di cui all'art. 90 della legge n.

289/2002, contenente le modalità organizzative dell'attività sportiva dilettantistica, che sono, per l'appunto, le seguenti:

- associazione sportiva non riconosciuta, disciplinata agli artt. 36 e seguenti del codice civile;
- associazione sportiva riconosciuta, sottoposta al regolamento di cui al D.P.R. n. 361 del 2000;
- società sportiva di capitali o cooperativa, costituita secondo le disposizioni vigenti, ad eccezione di quelle che prevedono le finalità di lucro.

4. Le società sportive di capitali di cui all'art. 90 della legge 289 del 2002.

Come accennato al paragrafo precedente, l'art. 90 della legge n. 289 del 2002 ha introdotto una nuova tipologia di società, diretta all'esercizio dell'attività sportiva dilettantistica, sotto forma di società di capitali o di società cooperativa, senza finalità lucrative. La disposizione ha carattere eccezionale, in quanto contempla in via speciale la costituzione di società di capitali senza scopo di lucro solo con riferimento a quelle che esercitano l'attività sportiva in forma dilettantistica. La caratteristica peculiare di questi enti risiede nel divieto di distribuzione degli

utili tra i soci, con conseguente obbligo di destinazione dei medesimi alla promozione ed allo sviluppo dell'attività sportiva. Dall'esclusione del perseguimento dello scopo lucrativo discende, pertanto, il divieto delle società sportive dilettantistiche di emettere azioni che si differenziano dalle azioni ordinarie per la diversa misura o modalità di partecipazione agli utili (azioni di risparmio, azioni di godimento, azioni privilegiate nella distribuzione degli utili, azioni correlate); il divieto di attribuire ad alcuni soci diritti particolari, riguardanti la distribuzione degli utili (art. 2468 c.c.); nonché, la possibilità di quotarsi in borsa, essendo limitata la possibilità di fare ricorso al mercato del risparmio.

Le società di capitali o quelle cooperative per assumere la qualifica di “società sportive dilettantistiche” devono rispecchiare i vincoli indicati all'art. 90, co. 18 della legge n. 289/2002, quali:

- la denominazione, che deve indicare le finalità sportive e la ragione o la denominazione sociale dilettantistica;

- l'assenza di finalità lucrativa e la previsione del divieto di ripartizione della ricchezza tra soci, anche nelle forme indirette;
- l'oggetto sociale, con riferimento all'organizzazione di attività sportiva dilettantistica, compresa quella didattica;
- l'obbligo di devoluzione del patrimonio ad enti aventi finalità sportiva in caso di scioglimento.

Particolare interesse desta la circoscrizione delle ipotesi di ripartizione indiretta della ricchezza, ai fini della quale, rilevano le cessioni dei beni e le prestazioni di servizi a soci o associati in condizioni più favorevole in ragione della loro qualità; l'acquisto di beni o servizi per corrispettivi superiori al loro valore normale; la corresponsione di emolumenti individuali superiori al compenso massimo previsto per il presidente del collegio sindacale delle s.p.a. ai componenti degli organi amministrativi e di controllo; la corresponsione ai lavoratori dipendenti di salari o stipendi superiori al 20% di quelli previsti dai contratti collettivi di lavoro per le medesime qualifiche.

L'utilizzo della forma organizzativa societaria per l'esercizio dell'attività sportiva dilettantistica trova la sua ragion d'essere,

quindi, nella possibilità di acquisire la personalità giuridica, con conseguente riduzione della responsabilità di socie ed amministratori, nella possibilità di ottenere più facilmente finanziamenti da parte degli istituti di credito, oltre, alla possibilità di accedere ai benefici fiscali concessi per le associazioni sportive non riconosciute, come previsto dalla L. 398/1991. A tal proposito, l'art. 2500 *septies* c.c. disciplina le trasformazioni delle società di capitali in associazioni non riconosciute, le quali possono trasformarsi solo ed esclusivamente in associazioni sportive dilettantistiche non riconosciute. Per quanto concerne l'ipotesi inversa, ossia, della trasformazione di un'associazione in una società di capitali, è necessario fare riferimento all'art. 2500 *octies* c.c. Tale disposizione normativa regolamenta la trasformazione di un'associazione in una società di capitali, impedendo che possa acquisire la forma giuridica di società di persone. Tuttavia, secondo il Consiglio Nazionale del Notariato⁷, la disposizione dell'art. 90 della legge 289 del 2002, non prevedendo in merito agli atti di trasformazione alcuna distinzione tra associazioni riconosciute e non riconosciute, avrebbe implicitamente

⁷ Studio n. 527/2004.

riconosciuto la legittimità della trasformazione di un'associazione sportiva non riconosciuta in una società di capitali, concludendo, a tal proposito, per l'inquadramento della fattispecie andrebbe tra le ipotesi di modifica della struttura organizzativa piuttosto che tra quelle di trasformazione giuridica del contratto. Nessun problema, invece, si pone con riferimento alle attività di natura commerciale, delle quali si ammette pacificamente lo svolgimento da parte delle associazioni e società sportive dilettantistiche, in presenza di attività che possiedano i requisiti della professionalità e dell'organizzazione previsti dall'art. 2082 c.c., con conseguente assoggettamento delle medesime alla disciplina del fallimento. Tale precisazione, invero, non è di poco conto, in quanto mira sottolineare come l'aumento esponenziale della dimensione economica nel mondo sportivo in generale, nonché, in quello calcistico, in particolare, sia giunta a "contaminare" tutti i livelli dell'attività sportiva, finendo per imporre, come si avrà modo di approfondire, il perseguimento dei modelli di economicità e sostenibilità aziendale a tutti i soggetti operanti nel settore.

Capitolo II

Il fenomeno della quotazione delle società calcistiche

1. Calcio e Borsa.

Il rapporto tra calcio e borsa nasce a seguito dell'abolizione del divieto di perseguimento dello scopo di lucro, disposto dalla legge n. 586/1996, che, sul punto, ha modificato la legge n. 91/1981.

In un'ottica sempre più orientata al conseguimento di ingenti guadagni, l'interessamento delle società calcistiche al fenomeno borsistico fu un evento inevitabile. Il ricorso al mercato finanziario si presentava per gli imprenditori come la strada più agevole e rapida per conseguire l'incremento del capitale, mantenendo, al contempo, la sostanziale distinzione tra azionisti imprenditori, responsabili delle scelte economiche della società, ed azionisti risparmiatori, i cui poteri, rispetto al diritto azionario acquistato, risultano notevolmente ridimensionati alla sfera patrimoniale, essendo le azioni di risparmio del tutto prive del diritto al voto. Il fenomeno si prestava ad avere una grande risonanza, almeno nelle premesse, in considerazione

dell'affezione dei tifosi verso il *club*, che consentiva alla società di poter contare, in linea di principio, su un discreto numero di azionisti, incentivati dalla partecipazione azionaria più per ragioni di attaccamento alla squadra che da sostanziali finalità lucrative.

Aldilà di tali considerazioni è evidente che l'accesso al mercato finanziario per la società calcistica, come per qualsiasi altra azienda, comportava, e comporta ancora oggi, conseguenze notevoli, sia dal punto di vista sostanziale, in relazione al mutato assetto della compagine azionaria che si viene ad instaurare con la quotazione in borsa, sia dal punto di vista giuridico, atteso che da tale momento la società è sottoposta al controllo permanente della Consob e si rendono applicabili tutte le norme dettate per le società con azioni quotate. Riservandosi gli ulteriori approfondimenti sul punto nel prosieguo della trattazione, è sufficiente, alla luce di queste preliminari premesse, precisare che, per la società calcistica, la decisione di quotarsi deve essere accuratamente ponderata, come qualsiasi altra decisione aziendale.

L'investimento in società sportive, per definizione, si presenta come un'operazione altamente rischiosa, perché troppo spesso il buon esito dell'operazione dipende dal risultato dell'attività agonistica. Per compensare questa situazione, quindi, è sempre più necessaria una proiezione del *club* verso una efficiente politica manageriale, attuata mediante una diversificazione dei ricavi della società. In questo modo, infatti, sarà più facile per la società assicurarsi un flusso di entrate costanti, attenuando il più possibile la dipendenza dal risultato sportivo. L'ingresso delle società calcistiche al mercato azionario è stato agevolato dalla modifica delle condizioni di ammissione introdotte a seguito della privatizzazione della borsa dei valori realizzata nel 1997, in attuazione dell'art. 56 del D.lgs. 415/96. Infatti, il Regolamento approvato dalle società di gestione del mercato regolamentato (il principale è denominato MTA, gestito da Borsa Italiana S.p.a.) eliminando l'obbligo di presentazione degli ultimi tre bilanci in utile, consentiva la permanenza, a determinate condizioni, nel mercato di un numero più elevato di società, anche se in perdita⁸.

⁸ F. RUBINO, *Un approccio manageriale alla gestione delle società di calcio*, Angeli, Milano 2004.

La prima squadra italiana a quotarsi in borsa è stata la Lazio, con deliberazione assunta dall'assemblea straordinaria del 17 gennaio 1998 ed ingresso in Piazza affari il 5 maggio 1998. L'operazione ebbe un riscontro e una risonanza considerevoli, atteso che la domanda di sottoscrizioni superava di dieci volte l'offerta. Nel 2000 è la Roma ad esordire nel mercato finanziario. In questo caso, però, non si raggiunsero i risultati sperati, sebbene l'operazione risultò complessivamente positiva. L'ultima società ad entrare in Borsa è stata la Juventus, il 20 dicembre del 2001. Il *club* si presentò al mercato con un progetto di quotazione più credibile rispetto alle altre squadre, in quanto, l'entrata nel settore borsistico era finalizzato alla realizzazione dello stadio e di altre strutture di intrattenimento. Ciononostante, i successivi sviluppi della quotazione delle società calcistiche hanno continuato a registrare un *trend* negativo nel rendimento finanziario di queste società, sollevando, in tal modo, diversi dubbi sulla utilità del loro mantenimento in borsa e sulla opportunità, da parte delle stesse società, di adottare i relativi provvedimenti di sospensione o esclusione del mercato.

In tale compagine, un ruolo centrale assumono l'informazione sui prodotti finanziari. A seguito del peggioramento dell'andamento

gestionale delle società di calcio quotate (in particolare, la S.S. Lazio S.p.a. e la A.S. Roma S.p.a.), si è ritenuto necessario un intervento di ricostruzione del sistema informativo, utile alla comparabilità e all'immediata fruibilità dei dati messi in circolazione da parte degli operatori del mercato.

In via generale, nel settore del calcio nel suo complesso è stato riscontrato un notevole aggravio dei costi connessi alla gestione dei diritti alle prestazioni sportive dei calciatori. A tal proposito, si è rilevato che *«in questo contesto, in seguito ad approfondimenti sulla trasparenza dei documenti di informazione contabile periodica e sui comunicati c.d. price sensitive pubblicati dalle società di calcio quotate, sono state riscontrate difformità di comportamenti nella selezione di informazioni di maggiore rilevanza sull'andamento gestionale delle società e una scarsa attenzione all'evidenziazione degli effetti sui flussi di cassa connessi ad eventi gestionali tipici del settore di appartenenza (come ad esempio, gli acquisti e le cessioni dei diritti alle prestazioni pluriennali dei calciatori)»*⁹.

⁹ Sul punto, cfr. CANNIZZARO, Audizione della Consob sul tema della quotazione delle società calcio nei mercati regolamentati: Roma, 4.05.2004, in

Tali circostanze sono sfociate nella successiva emanazione della Raccomandazione n. 2080535 del 09.12.2002, con cui la Consob, al termine di una consultazione trilaterale con società calcistiche quotate nei mercati regolamentati italiani, la Lega Nazionale Professionisti e la Borsa Italiana ha fissato *standard* minimi delle modalità di presentazione dei dati relativi ai flussi di cassa generati dalla gestione e delle informazioni relative agli effetti economico-finanziari delle operazioni di trasferimento dei diritti sportivi sui calciatori e agli stipendi a questi ultimi corrisposti. La raccomandazione n. 2080535 ha, pertanto, indicato i dati e le notizie che dovrebbero essere riportate sia nelle rendicontazioni periodiche (bilanci, semestrali e trimestrali) sia nei comunicati stampa *ex art.* 66 del Regolamento Emittenti.

Nello specifico, in tale Raccomandazione, la Consob ha dettagliatamente esposto i rischi e le conseguenze legate alla manifestazione di possibili asimmetrie informative, specialmente a causa della interferenza dei media nella diffusione delle notizie. A tal proposito, infatti, risolutivo si rivelato l'intervento dell'organo di vigilanza, che ha raccomandato alle società

www.consob.it/morin/documenti/Pubblicazioni/Audizioni/audizione-quotaz-soc-calcio.Maggio 2004.htm.

calcistiche *«la massima prudenza nel rilasciare dichiarazioni osservato da questa Commissione, il preannuncio al mercato di notizie in relazione alle trattative di calcio-mercato tenendo conto che, come zie riguardanti accordi vari, che non siano ancora sufficientemente definiti, è utile sole nel caso in cui sia necessario garantire la parità informativa. Al di fuori di tale contesto, comunicazioni di questa natura possono alterare il regolare funzionamento del mercato. Infatti solo al momento della definizione delle operazioni di compravendita dei calciatori l'emittente sarà in grado di diffondere al pubblico, ai sensi della normativa vigente, un comunicato idoneo a consentire una compiuta valutazione degli elementi essenziali della fattispecie in questione, quali il prezzo di acquisto o vendita, i compensi stabiliti per i calciatori acquistati, ove rilevanti rispetto alla struttura dei costi, e le altre informazioni».*

Orbene, dopo questa introduzione generale sui punti di contatto e di frizione delle società calcistiche e del mercato finanziario, è possibile, pertanto, passare all'approfondimento della disciplina in esame, al fine di cogliere, in maniera chiara ed intellegibile, le ricadute sul piano organizzativo e gestionale dell'impresa.

2. La quotazione nei mercati regolamentati.

La decisione di quotarsi in borsa è indice di un cambiamento radicale nella gestione di una impresa, poiché implica una riorganizzazione dell'assetto societario attorno a metodologie di sviluppo economico basate sulla separazione tra proprietà e gestione dell'impresa. L'ingresso nel mercato regolamentato comporta l'apertura del capitale della società a soggetti terzi, con conseguente assunzione di tutti gli oneri imposti dal mercato di riferimento e sottoposizione al controllo della Consob, ragion per cui, va adeguatamente ponderata e valutata. Sotto questo profilo un utile contributo alla spiegazione del fenomeno proviene da Jovenitti¹⁰, il quale ha proposto una ricostruzione delle fasi del "progetto di quotazione" delle società, evidenziando i seguenti punti:

- 1) analisi degli aspetti favorevoli e degli aspetti critici della quotazione nell'ottica dell'imprenditore;
- 2) analisi degli aspetti favorevoli e degli aspetti critici della quotazione nell'ottica dell'impresa;

¹⁰ JOVENITTI, *Enterprenurial finance*, 2001, Milano, pag. 101.

- 3) la scelta della società da quotare;
- 4) la verifica della presenza dei requisiti “sostanziali”;
- 5) la scelta del mercato di quotazione;
- 6) la verifica della presenza dei requisiti “formali”;
- 7) la scelta della tecnica di quotazione;
- 8) la scelta del titolo da quotare;
- 9) la scelta della quantità di titoli da quotare;
- 10) la scelta del *timing* della quotazione.

L’idoneità di un’impresa ad essere quotata dipende dalla posizione della stessa nella sua “curva di vita” (ad una fase di stabilità è associato un rischio minore), dall’attività effettivamente svolta (in misura del suo potenziale sviluppo) e mediante la congruità del prezzo. Tra gli elementi sopra richiamati, quello certamente più difficile da inquadrare è la verifica dei requisiti “sostanziali”¹¹, in quanto non ci sono norme

¹¹ www.borsaitaliana.it/glossario: Requisiti Sostanziali: *requisiti che una società deve possedere perché la quotazione dei propri strumenti finanziari sia potenzialmente un’operazione di successo.*

che li prevedono e la loro individuazione è largamente rimessa alla capacità dell'imprenditore di gestire l'impresa in maniera efficiente e competitiva; mentre i requisiti "formali" sono stabiliti ufficialmente dalla Borsa Italiana s.p.a. nei suoi Regolamenti e sono necessari per la quotazione di una società e degli strumenti finanziari sui diversi segmenti del mercato.

I requisiti sostanziali sono elementi caratteristici di una società e sono individuabili:

- 1) nelle prospettive di crescita;
- 2) nella trasparenza nella contabilità e nell'assetto societario;
- 3) nella qualità e motivazione del *management*;
- 4) nella presenza di un *investitor relator* interno alla società;
- 5) nell'adesione ai principi della *corporate governance*.

Per quanto riguarda la scelta del mercato di quotazione, alle imprese italiane è data la facoltà di scegliere tra tre strade alternative:

- una sezione del mercato mobiliare italiano;

-una sezione del mercato mobiliare estero;

-entrambe le soluzioni, attivate contestualmente o in successione temporale (c.d. *dual listing*). Tale scelta, ovviamente, è rimessa all'intuito e alla capacità dell'imprenditore di selezionare i punti di forza dell'impresa.

Nel sistema del mercato finanziario italiano sono tre i mercati in cui le imprese possono scegliere di quotarsi:

1) Borsa (MTA, dove sono stati progressivamente accolti i mercati azionari gestiti da Borsa Italiana s.p.a.) che accoglie in quotazione società consolidate nei mercati di riferimento e con buona redditività. In genere, si tratta di società che operano in settori tradizionali, che hanno conseguito un *track record* di risultati economico-finanziari positivo, che rivestono una posizione di mercato consolidata, si tratta, in pratica, di società in grado di produrre utili.

2) Nuovo mercato, destinato a raggruppare le società, in genere di recente costituzione, che per settori di appartenenza o tecnologia impiegata, presentano un alto potenziale di crescita. Si tratta di società che necessitano di capitali per potersi espandere e

che, sovente, operano nei settori quali *high-tech*, *internet*, *e-commerce*, telecomunicazioni, biotecnologie, ovvero, sono attive in settori tradizionali ma presentano particolari innovazioni di prodotto-processo. È importante che la società presenti in fase di quotazione un “*business plan*” che mostri un importante incremento del giro d'affari o la prossima ultimazione di un progetto in via di sviluppo.

3) All'interno della Borsa, si distingue il mercato dei titoli con alti requisiti, o STAR (Segmento Titoli con Alti Requisiti), rivolto alle società con capitalizzazione medio-piccola, quindi con minor grado di diffusione tra il pubblico, ma con buoni risultati nei settori tradizionali. Le azioni emesse da queste società sono destinate, prevalentemente, agli investitori istituzionali, in quanto sono tenute a soddisfare specifiche caratteristiche relativamente all'informativa societaria.

A seguito della privatizzazione della Borsa, i requisiti formali per l'ammissione, sospensione ed esclusione delle società al mercato regolamentato sono stabiliti dal regolamento emesso dalla società di gestione, approvato con delibera dell'assemblea ordinaria o del Consiglio di sorveglianza della società di gestione oppure, se la

società di gestione è quotata, dal Consiglio di amministrazione o di gestione. Un tempo, invece, questi regolamenti erano emessi dalla Consob. Si richiede, in particolare, la capacità della società emittente di generare ricavi in condizioni di autonomia gestionale (art. 2.2.1.6), la pubblicazione degli ultimi tre bilanci annuali (anche non in utile), tale possibilità è disposta con deroga (v. art. 2.2.1, comma 2, del regolamento dei Mercati organizzati e gestiti dalla Borsa italiana s.p.a.), la sottoposizione a revisione contabile del bilancio. L'ammissione alla quotazione non può essere disposta se la società di revisione ha espresso un giudizio negativo o si è dichiarata impossibilitata ad esprimere un giudizio. La società emittente, altresì, è tenuta a nominare uno sponsor (art. 2.3.1), attività riservata a banche, imprese di investimento o intermediari finanziari (art. 2.32). Lo sponsor svolge un ruolo importante, perché collabora con la società emittente nella procedura di ammissione e si rende garante nei confronti della Borsa Italiana della qualità delle informazioni sui "prodotti" messi in circolazione, curando, a tal fine, la pubblicazione delle analisi finanziarie concernenti l'emissione (art. 2.3.4). Per quel che concerne le azioni, si deve trattare di titoli liberamente trasferibili, idonei alla liquidazione mediante il

servizio di compensazione e liquidazione ed essere sottoposti alla gestione accentrata presso Monte Titoli in forma dematerializzata.

L'emissione delle azioni richiede la scelta della tipologia di offerta, tecnicamente definita "tecnica di quotazione". Si distingue l'offerta iniziale, o IPO (acronimo di *Initial Public Offering*)¹², che è propedeutica alla quotazione in borsa e ha come finalità l'allargamento della compagine azionaria e riguarda, pertanto, le società non ancora quotate e si rivolge a tutti gli investitori, sia individuali, sia istituzionali.

L'offerta di titoli, invece, si verifica quando la società è già quotata ed è finalizzata all'aumento del capitale.

L'offerta iniziale, che è quella che preme analizzare in questa sede, in particolare, può essere presentata con diverse modalità:

- OPV (Offerta pubblica di vendita): consistente nel lancio da parte dei "vecchi" soci dell'impresa quotanda dei titoli

¹² IPO: *Initial*, perché si tratta della prima operazione dell'impresa in fase di preparazione alla quotazione; *Public*, perché destinata indistintamente al pubblico dei risparmiatori/investitori, sia individuali sia istituzionali, a parità di condizioni; *Offering*, perché l'operazione consiste in un'offerta che i destinatari sono liberi di valutare ed accettare.

già emessi e detenuti dai vecchi venditori, cui andrà il ricavato dell'operazione. In tal modo si costituisce il c.d. flottante di titolo, ossia la parte di capitale sociale effettivamente in circolazione sul mercato azionario, non rappresentativo della parte di capitale che costituisce partecipazione di controllo, disponibili alla negoziazione;

- OPS (Offerta pubblica di sottoscrizione): consistente nel lancio di un'offerta irrevocabile da parte della società emittente, di titoli nuovi emessi nell'ambito di un'operazione di aumento di capitale destinato al mercato. Si tratta di una tecnica finalizzata a costituire il flottante del titolo. Il ricavato è destinato all'impresa quotanda;
- OPVS (Offerta pubblica mista), destinata a consolidare tutti i requisiti formali. L'operazione si configura come un'unica offerta, pur avendo due o più offerenti e due diverse destinazioni dei fondi raccolti e i titoli offerti siano identici.

Anche per le società calcistiche l'ingresso in Borsa solleva una problematicità di ampio respiro. Un primo aspetto controverso riguarda la valutazione e la formazione dei prezzi di collocamento delle azioni in fase di lancio dell'offerta

iniziale. Si tratta di un problema legato alla assoluta prevalenza di elementi immateriali nel bilancio, tra cui è senza dubbio significativa la valutazione del marchio della squadra, che si compone del nome, del logo, della storia, della tradizione. Il problema, tra l'altro, è accentuato dall'assenza di precedenti significativi, fuorché per quanto riguarda l'esperienza delle squadre calcistiche estere, le quali, però, possono fungere da termini di paragone solo nei dovuti limiti¹³.

Dall'altro lato, la quotazione della società implica l'assunzione di oneri stringenti per l'imprenditore, che si vedrà costretto a garantire una redditività sufficiente e stabile ai fini della permanenza nel mercato. In tal senso, l'imprenditore dovrà essere abile a districarsi tra le insidie legate alla aleatorietà del risultato sportivo e al settore di competizione, intensificando il ricorso alla diversificazione dei ricavi, attraverso investimenti diretti all'amplia costruzione dello stadio di proprietà¹⁴. Un'altra strategia potrebbe consistere nel ricorso delle società di calcio alle c.d.

¹³ SZYMASKI, *Il business nel calcio: successi sportivi e rovesci finanziari*, pag. 83.

¹⁴ *Ibidem*.

stock-option delle azioni quotate dei propri atleti, in misura da compensare gli oneri di retribuzione degli atleti incentivando la prestazione agonistica nel campo e, quindi, migliorare la gestione e il rendimento in generale della società.

In questi termini, l'accesso al mercato borsistico rappresenta una buona opportunità di crescita grazie al contestuale operare di questi fattori:

- Miglioramento della struttura finanziaria e diversificazione delle fonti di finanziamento;
- finanziamento degli investimenti strategici;
- innovazione del modello manageriale e miglioramento delle prospettive di crescita;
- fidelizzazione dei tifosi;
- sviluppo dell'immagine aziendale;
- gestione del costo dei giocatori¹⁵.

Tuttavia, nonostante le buone premesse, si deve evidenziare che il raggiungimento di tali obiettivi non sia alla portata di tutte le società sportive. L'occasione di creare *business* è cospicuamente

¹⁵ BRAGHERO- PERFEMO – RATTEO, *Per sport e per business: è tutto parte del gioco*, 1999, Franco Angeli, pag.227.

ridotta per le società minori, non dotate della forza sufficiente a creare un ampio merchandising, anche in considerazione del numero ridotto di tifosi e delle possibilità di negoziare con efficacia la cessione dei diritti TV. In questo senso, l'ingresso nel mercato quotato è suscettibile di incentivare lo squilibrio della competizione sportiva, acuendo il divario tra i club principali e quelli minori.

Sulla crisi economica dei *club* è doveroso spendere qualche precisazione accennando a due vicende risalenti ai primi anni del 2000: la legge anti-solvenza e il “Decreto Salva-Calcio”. Il primo provvedimento normativo, adottato con D.L. 138 del 2002, convertito in legge n. 178/2002, contemplava la possibilità per il contribuente di risolvere lo stato di insolvenza mediante una transazione con l'Agenzia delle Entrate, con la rateizzazione del debito fiscale fino al massimo di cinque anni. Con questo intervento, la Lazio riusciva a rateizzare i propri debiti con l'erario nell'arco temporale di due, tre anni, salvando, in tal modo, la società dalla liquidazione.

Il secondo è il “Decreto salva-calcio” del 24 dicembre del 2002, convertito in legge n. 27 del 2003, che interveniva con

disposizioni di carattere eccezionale sulla disciplina del bilancio delle società sportive, concedendo la svalutazione dei diritti pluriennali delle prestazioni sportive degli sportivi professionisti. In pratica, il legislatore consente alle società di contrastare gli effetti della crisi economica attraverso la ripartizione in più esercizi delle perdite permanenti dei diritti pluriennali degli sportivi, in deroga alla disciplina generale.

Gli altissimi compensi corrisposti per l'ingaggio degli atleti sono, infatti, all'origine dalla profonda crisi finanziaria che ha colpito molti *club* calcistici, in quanto, sovente, l'incasso del compenso viene sostituito con la cessione di un altro atleta e in tal modo, la squadra cedente risana il proprio bilancio, iscrivendo nel conto economico le plusvalenze conseguite con lo scambio; mentre, la squadra cessionaria si ritrova con un ingente valore patrimoniale legato al diritto pluriennale del calciatore per un importo superiore al suo valore d'uso, con iscrizione in bilancio di un cospicuo numero di immobilizzazioni sopravvalutate. La svalutazione della voce a fine anno, in ossequio alle regole generali, porterebbe a conseguenze disastrose perché i bilanci societari sarebbero gravati da ingenti svalutazioni, l'escamotage ideato dal "Decreto Salva-Calcio" consentiva di superare il

problema finanziario delle società in crisi. La ripartizione della svalutazione dei diritti pluriennali salvava la società dai provvedimenti previsti dagli artt. 2446 e 2447, concedendo al club il tempo necessario per risanare la perdita.

Il presupposto per accedere al regime previsto dal Decreto era la presenza di una perdita durevole dei diritti e non recuperabile in futuro, determinata con una perizia.

Nel maggio del 2003 l'Organismo italiano contabilità emana un protocollo contenente i criteri di rilevazione della voce di svalutazione. Il decreto è così andato a beneficio di diverse società che sono riuscite in tal modo a riequilibrare il loro assetto economico-patrimoniale. Tuttavia, il provvedimento normativo viene successivamente bloccato dall'Unione europea, a seguito di una indagine disposta per violazione della disciplina in materia di aiuti. La Commissione europea aveva rilevato il contrasto tra la normativa italiana e le direttive CEE n. IV e V sui conti annuali e consolidati delle società che collocano l'acquisto dei giocatori tra le immobilizzazioni immateriali da ammortizzare durante il periodo di utilizzazione. Se la perdita è permanente, il valore delle immobilizzazioni va ridotto a quello effettivo alla chiusura

del bilancio. Il “Decreto Salva-Calcio”, eludendo sostanzialmente la normativa comunitaria, concedeva la possibilità di spalmare la perdita oltre il reale periodo di utilizzazione delle risorse.

Dopo un lungo braccio di ferro, tra l’Italia e l’UE, il legislatore italiano ha emanato la l. 168/2005 che prevede la possibilità di diminuire da dieci a cinque anni il periodo di ammortamento delle svalutazioni (art.6).

3. Azioni e strumenti di finanziamento.

La collocazione di titoli nel mercato azionario rappresenta, dunque, per il *club* calcistico una interessante opportunità di finanziamento, per poter aumentare il capitale ed essere sempre più competitivi. Alle società calcistiche, prevalentemente quelle italiane, da sempre legate ad una idea di impresa tradizionale è data, quindi, la possibilità di realizzare investimenti importanti facendo appello al mercato borsistico.

Nell'analisi di questo fenomeno il problema fondamentale è comprendere quanto l'andamento del titolo delle squadre di calcio possa essere influenzato dal risultato agonistico. A tal proposito, si è già avuto modo di accennare al fatto che la quotazione in borsa ponga maggiori oneri di equilibrio economico-finanziario in capo alla società calcistica. Tale risultato è senza dubbio raggiungibile attraverso una acuta attenzione verso la diversificazione delle attività. Infatti, un'attenta diversificazione delle attività e dei ricavi consente alla società di sottrarsi all'influenza di fattori variabili, quale quello del risultato agonistico e dell'umore dei tifosi, consentendo il raggiungimento della stabilità dei ricavi e, quindi, dei titoli.

Come si avrà modo di approfondire meglio nel corso della trattazione, la capacità di diversificare i ricavi per una efficiente gestione della società calcistica in borsa, dipende dalla gestione degli impianti sportivi, dall'offerta di prodotti e servizi complementari allo spettacolo sportivo, dall'efficienza della campagna di acquisti mirata alla scoperta di nuovi talenti, dallo sfruttamento del marchio a fini pubblicitari.¹⁶

Sotto questo profilo, un esempio positivo è quello del *Manchester United*, il quale, attraverso un'attenta diversificazione delle attività è riuscito a duplicare il suo valore di mercato tra il 1991 e il 2006, dando dimostrazione della potenziale redditività dell'investimento sui club calcistici. L'esperienza dei *club* italiani non è stata altrettanto fortunata. I rischi legati all'investimento in *club* calcistici hanno suscitato la diffidenza di molti, al punto da affermare che i titoli sportivi sarebbero «sconsigliati agli orfani e alle vedove»¹⁷ e che «il calcio è un affare di rischio: un goal può segnare la differenza tra promozione e retrocessione, modificando radicalmente le

¹⁶ A. M. CIARRAPICO – S. COSCI – P. PINZUTI, *Risultati sportivi e performance di borsa nel calcio europeo*, in Riv. Dir. Ec. dello Sport, Vol. VI, fasc. 2, 2010, pag. 63-77.

¹⁷ MALAGUTTI V., *I conti truccati del calcio*, Carrocci, Milano, 2002, pag.120.

prospettive di una squadra» (Così, *Financial Times*, 11 ottobre 1997, pubblicato su *il Sole 24 ore*, del 29 aprile 2002)¹⁸.

È un dato incontestabile, quindi, che il risultato agonistico influenza in maniera prevalente l'andamento del titolo calcistico sul mercato, tenendo lontani gli investitori istituzionali e avvicinando, invece, i tifosi all'investimento a sostegno della squadra del cuore. C'è da considerare, altresì, che l'informazione sul calcio giunge più facilmente ai tifosi che, quindi, saranno nelle condizioni di valutare in maniera più consapevole l'andamento del titolo rispetto al risultato agonistico. Dall'altro lato, non è nemmeno da escludere la possibilità che gli investitori professionisti, incentivati dallo scarso volume di scambio dei titoli calcistici, guardino ai titoli calcistici proprio al fine di realizzare speculazioni finanziarie sfruttando il risultato agonistico. Da alcune analisi è emerso, quindi, che i titoli calcistici risentono più del risultato agonistico che dell'andamento di borsa¹⁹. I risultati evidenziano una correlazione maggiore tra risultato negativo e andamento del

¹⁸ Così, *Financial Times*, 11 ottobre 1997, pubblicato su *il Sole 24 ore*, del 29 aprile 2002.

¹⁹ M. M. MANNIELLO, *Quotazione in borsa di società calcistiche: analisi del caso italiano e comparazione europea*, 2003; P. PINZUTI, *Confronto tra performance sportiva e quotazioni in borsa delle squadre di calcio italiane*, 2007.

titolo calcistico. Nello specifico, il buon andamento del titolo sarebbe generalmente preceduto da un buon risultato, ma non sempre al buon esito dell'incontro corrisponde un rialzo del titolo. È stato constatato, invece, il contrario, cioè, l'influenza negativa della sconfitta sull'andamento del titolo. Ciò emerge, soprattutto, nei giorni successivi all'incontro agonistico, in cui il volume degli scambi subisce un incremento.

Una modalità per valutare il rapporto tra risultati sportivi e performance finanziarie è quella basata sulla “differenza reti”. Si tratta di un metodo basato sull'intensità del risultato agonistico e sulla variazione del titolo, al netto dell'andamento complessivo della borsa. In tal modo è possibile avere una misura più reale del valore di mercato della squadra.

Un altro strumento di misurazione è quello offerto dal Dow Jones Stoxx Football, istituito il 22 aprile 2002 a New York²⁰, dallo STOXX Ltd ed è il primo indice di calcio per l'Europa e che,

²⁰ A tal riguardo, Scott Stark, amministratore delegato STOXX Ltd ha detto «Abbiamo colto il lungo e speciale rapporto che la Comunità europea condivide con l'essere sportivo e in particolare con il calcio nel creare questo unico indice. La nostra speranza è che l'indice di calcio europeo sia uno strumento che consenta di monitorare le prestazioni delle squadre di calcio come attualmente viene fatto nei mercati azionari attraverso il Dow Jones Euro Stoxx 50, il Dow Jones Global Titans 50, il Dow Jones Industriale e altri indici Dow Jones STOXX».

nell'iniziale fase di creazione comprendeva 33 club calcistici negoziati sulle borse europee. La variazione del titolo tiene conto dell'andamento dal giorno dell'incontro al giorno successivo. Questi calcoli hanno evidenziato una effettiva correlazione tra il risultato dell'incontro e l'andamento del titolo calcistico, tuttavia, l'incidenza di questo fattore è più rilevante in quei *club* il cui *core business* è prevalentemente legato al calcio²¹ (Ajax, Celtic, Roma, Juventus). Un buon risultato in campo in base al numero delle reti si associa, dunque, ad un rialzo del titolo in borsa, anche in funzione della squadra avversaria, se debole o forte.

Alla luce delle considerazioni fin qui svolte, il buon andamento sul mercato delle società calcistiche risulterebbe, quindi, strettamente connesso alla capacità di trasformare le vittorie nella competizione in successi commerciali. Il buon rendimento calcistico del *club* agisce in via diretta soprattutto nei confronti di quegli investitori incentivati all'acquisto dei titoli per ragioni di attaccamento alla squadra e perché l'investimento in questo ambito si mostra più facilmente prevedibile, in considerazione dell'ampia conoscenza del settore. Ma anche l'investitore più

²¹Sul punto hanno sviluppato un interessante studio empirico basato sulla raccolta del numero delle reti: A. M. CIARRAPICO – S. COSCI – P. PINZUTI, *Op. cit.*, pag. 71-72.

scaltro, come si è visto, potrebbe considerare l'investimento in un *club* rinomato una valida occasione di guadagno. Per migliorare le prestazioni agonistiche, quindi, la società deve investire sui giocatori e svolgere una efficiente campagna di acquisti, il tutto, come è noto, con grande dispendio di risorse economiche e senza garanzia di risultato. È, pertanto, evidente come, nonostante le risorse impiegate, non sia possibile affidare esclusivamente al risultato agonistico il buon rendimento borsistico della squadra, perché si tratta di una variabile incostante e poco prevedibile. Il miglioramento in borsa delle *performance* delle società calcistiche, invero, potrà essere realizzato solamente attraverso l'adesione ad un modello di gestione basato su criteri aziendali. Per perseguire l'obiettivo di un adeguato sviluppo economico-finanziario e di un elevato livello di *performance* sportiva, diventa sempre più necessario l'adeguamento a tecniche di gestione manageriale e ad una cultura di impresa basata sul *marketing*. Sotto questo profilo, dunque, la strada per conseguire ricavi stabili è quella diretta allo sviluppo di ulteriori attività commerciali, con una espansione della società in settori che puntino al miglioramento dell'immagine del *club*.

Da questo punto di vista esemplare è l'esperienza del *Manchester United*. Questa società ha fatto della diversificazione dei ricavi la sua nota distintiva. A differenza degli altri *club*, infatti, lo *United* provvede in proprio alla commercializzazione dei prodotti. Il *club* inglese dispone di una rete di punti vendita e commercializza i suoi prodotti sul *web* e ha fatto dell'investimento sul marchio una importante fonte di capitalizzazione. In particolare, la commercializzazione si concentra nella vendita del materiale delle squadre e ha guardato a mercati nuovi ed emergenti. Dall'altro lato, ingenti proventi provengono dalla gestione dello stadio, che dà luogo di disputa dell'incontro sportivo si è trasformato in vero e proprio cuore economico della squadra. Questo obiettivo è stato realizzato mediante il miglioramento del servizio di catering offerto agli spettatori durante lo spettacolo. L'*Old Trafford* si pone ai vertici dell'efficienza economica e della diversificazione dei ricavi nel settore della gestione degli stadi dei club. La società ha ampliato fino a 76.000 il numero dei posti a sedere, aumentando in tal modo i proventi degli spettacoli e ha creato intorno alla struttura un centro polivalente di servizi: ristoranti, museo, punti vendita.

Lo United, quindi, è riuscito a creare un'adeguata strategia di *marketing*, basata sul *merchandising* e la gestione autonoma dello stadio, assicurandosi flussi di ricavo costanti e diversificati.

Il *merchandising* può essere definito in linea generale come quell'attività di «*promozione delle vendite dei prodotti di una impresa, attività comprensiva delle ricerche di mercato dello sviluppo di nuovi prodotti, del coordinamento della produzione e dell'immissione dei prodotti sul mercato, nonché della reclamizzazione e vendita*»²². Si differenzia dal *licensing* che consiste nella concessione in licenza del proprio marchio per la produzione, distribuzione e vendita dei prodotti. Il *business* si concentra per le società di calcio, prevalentemente, nella produzione e vendita di prodotti contraddistinti con il marchio della società: magliette, sciarpe, berretti, bandiere, ovvero, riferirsi alla vendita di oggettistica di vario tipo, fino alla vendita di carte di credito. Il *merchandising* offre opportunità di ricavo enormi alle squadre di calcio, in quanto, punta al rafforzamento del marchio e fa leva sul legame del tifoso alla squadra. Questo settore sfrutta al massimo le potenzialità del marchio. Il marchio,

²² S. GATTI, *Il merchandising e la sua disciplina giuridica*, 1989, pag. 121.

infatti, è un elemento essenziale del patrimonio della società, segno distintivo dell'impresa, che ne dispone in via esclusiva che definisce l'anima del prodotto e riflette la reputazione dell'azienda sul mercato. Nel settore calcistico il marchio ascende ad un livello di sublimazione superiore diventando *brand*, tecnicamente definito come «*l'insieme di fattori che costituiscono una identità che si mantiene nel tempo attraverso un sistema di coerenza e che è il primo strumento di differenziazione, il brand è l'anima del prodotto, ed è l'idea che il pubblico ha del prodotto o dell'azienda nel complesso, è lo specchio della reputazione aziendale nel mercato*»²³.

Nel calcio i *club* puntano sul sostegno e l'affezione dei tifosi per sviluppare il *brand* e rafforzare la posizione nel mercato. In tal modo la società riesce ad affrancare i suoi rendimenti dal risultato sportivo e garantirsi ricavi "sicuri". In questo senso, il marchio non è più soltanto uno strumento per le politiche di marketing, ma una vera e propria risorsa per accrescere il patrimonio aziendale.

²³A. Tresca, *Branding, cos'è e perché è così importante*, 2006; per altre definizioni di *brand*: DAVID A. AACKER: "un brand è un set di attività o passività collegate ad un segno distintivo (marchio, nome, logo) che si aggiungono o sottraggono al valore generato da un prodotto o servizio)".

La gestione dello stadio rappresenta l'altra potenziale fonte di ricavo dell'impresa calcio. Lo stadio rappresenta, al contempo, un elemento del patrimonio e un elemento per incrementare la ricchezza del *club*, posto al centro di una più completa operazione commerciale. Infatti, oltre, al valore del cespite, regolarmente ammortizzato ed iscritto al bilancio nell'attivo dello stato patrimoniale, va considerato il valore "immateriale" riconducibile allo sfruttamento delle infrastrutture, alla gestione degli spazi pubblicitari dentro l'impianto, all'apertura di punti di ristorazione, musei, negozi. Attorno allo stadio è possibile concentrare gran parte delle attività e degli aspetti della gestione corrente e del *marketing* della società. Lo stadio si presterebbe, in altri termini, a diventare la piattaforma ideale per la realizzazione pratica della diversificazione dei ricavi. Anche lo stadio si presta a diventare occasione di investimento. La cartolarizzazione di questi proventi, infatti, risulta adeguata ad una collocazione dell'impresa sul mercato borsistico, essendo caratterizzata da una stabilità e da una certezza finanziaria indipendente dal risultato sportivo.

Nel nostro paese i *club* calcistici non hanno ancora avviato un completo percorso di differenziazione dei ricavi e dei servizi, al

fine di incrementare i ricavi. Così facendo, però, le imprese non adeguano la struttura organizzativa all'andamento del mercato. Il discorso riguarda, in particolare, le società quotate in borsa. Guardando all'esperienza inglese, il *merchandising* e la gestione diretta del calcio sono risultate, potenzialmente, le due fonti di redditività più adeguate per lo sviluppo delle società calcistiche nel mercato quotato. È pur vero che le principali fonti di ricavo delle società di calcio consistono negli incassi delle gare, i proventi delle sponsorizzazioni e gli incassi derivanti dalla cessione dei diritti televisivi. Tuttavia, per essere realmente competitive nel mercato, le imprese devono guardare a queste nuove frontiere, giacché, è in questi settori che l'azienda può conseguire sviluppi adeguati alle richieste degli investitori ed affrancare, in tal modo, il rendimento dell'impresa dal risultato agonistico.

Nel panorama attuale, le imprese calcistiche italiane quotate in borsa si presentano ancora legate ad una idea di *business* più classica. A parte il caso della Juventus, che è riuscita a realizzare grazie agli investimenti un'eccellente struttura sportiva, il resto delle imprese concentra il suo interesse sulla organizzazione degli eventi sportivi, sulla vendita pubblicitaria e sui diritti TV.

Nessuna di esse gestisce, come detto, uno stadio di proprietà. La gestione dell'azienda non ruota attorno la propaganda del marchio. Per la commercializzazione dei prodotti, i *club* fanno ricorso al contratto di *licensing*, che prevede la concessione in licenza dell'utilizzo del marchio ad una impresa terza per la produzione, distribuzione e vendita dei prodotti. Le squadre italiane sono ben lontane dall'implementare le strategie di *marketing* praticate dagli altri club quotati. I profitti italiani sono ancora troppo concentrati sul business dei diritti televisivi e sulla vendita dei giocatori. Al lancio delle azioni sul mercato non è conseguita la messa in atto di grandi investimenti. I proventi futuri che le banche hanno anticipato sono, prevalentemente, quelli degli incassi provenienti dalle vendite di botteghino. Diversamente, l'esperienza inglese insegna che una adeguata strategia di *marketing* è necessaria al miglioramento della società sportiva, che disporrà di un maggiore capitale per il miglioramento del risultato sportivo, con ricadute positive su tutti gli altri settori dell'impresa.

4. Azioni e diritti.

Per quanto riguarda la disciplina delle azioni, le società calcistiche, al pari di qualsiasi società quotata, dispone di un ampio ventaglio di possibilità per reperire le risorse necessarie all'esercizio dell'impresa. Le azioni sono le singole parti unitarie in cui è diviso il capitale sociale, *rectius*, le quote di partecipazione dei soci nella società per azioni. Attraverso l'emissione o il collocamento delle azioni, le società per azioni finanziano la propria attività. I caratteri principali della partecipazione azionaria sono, in linea generale, l'uguaglianza dei diritti e del valore e l'autonomia delle azioni (art. 2348 c.c.). Si tratta, tuttavia, di una eguaglianza relativa, in quanto la stessa disposizione normativa citata consente di creare «*categorie di azioni fornite di diritti diversi*» (art. 2348, comma 3 c.c.). Come è noto, infatti, in base alle diverse tipologie di diritti che incorporano, si distinguono differenti categorie di azioni: azioni ordinarie, azioni di risparmio, azioni privilegiate e azioni con voto limitato. Al fine di cogliere l'effettiva dimensione delle società calcistiche quotate, risulta, pertanto, utile esaminare la struttura finanziaria delle società per azioni, in correlazione

all'assetto normativo disposto dal nostro ordinamento dei diritti patrimoniali ed amministrativi degli azionisti.

Ogni tipologia di azione attribuisce al possessore specifici diritti: diritti amministrativi (diritto di voto, diritto di impugnativa delle delibere assembleari, diritto di recesso, diritto di opzione) e diritti economico-patrimoniali (diritto di dividendo, diritto di rimborso). Accanto alle azioni ordinarie, espressione della centralità del capitale sociale nelle società per azioni e del principio cardine della correlazione tra potere di gestione dell'impresa e rischio connesso all'investimento, le società quotate possono collocare nel mercato azioni di risparmio, che non danno diritto di voto ma concedono privilegi di natura economica in genere riferiti alla distribuzione dei dividendi; le azioni privilegiate, che prevedono una prevalenza nella distribuzione dei dividendi a fronte della limitazione del diritto di voto alle sole assemblee straordinarie. Sono escluse le azioni a voto plurimo, a meno che non fossero già previste dallo statuto della società prima della quotazione, ammesse invece per le società non quotate (art. 2351 c.c.); mentre, è consentita la possibilità di fare ricorso alle maggiorazioni di voto (art. 127 *quinquies* TUF). Le esigenze di finanziamento – fondamentali

per la struttura della società per azioni al fine di conseguire al meglio il suo scopo sociale – hanno determinato il mutamento della prospettiva della società per azioni da struttura dell'esercizio dell'impresa a struttura del finanziamento per il suo esercizio. Tra queste, assumono particolare importanza le azioni di risparmio, introdotte per la prima volta dalla legge n. 216 del 1974 e successivamente regolata dagli articoli 147 e ss. del T.U.F. (D.Lgs. 58/1998). Solamente le società quotate in mercati regolamentati, italiani ed europei, possono emettere azioni di risparmio.

Le azioni di risparmio sono state introdotte per incentivare l'investimento in azioni, offrendo ai risparmiatori titoli che meglio rispondessero alle loro esigenze, quando esse si sostanziano in una mancanza di interesse per l'esercizio dei diritti amministrativi, ma danno forte rilievo all'aspetto economico-patrimoniale delle azioni. Questo assetto è espressione della struttura organizzativa delle società per azioni, caratterizzate dalla distinzione tra azionisti imprenditori ed azionisti risparmiatori. L'art. 145 del T.U.F., secondo comma, stabilisce che l'atto costitutivo «*determina il contenuto del privilegio, le condizioni, i limiti, le modalità e i termini per il suo esercizio*».

La società emittente stabilisce, inoltre, i diritti spettanti agli azionisti di risparmio in caso di esclusione dalle negoziazioni delle azioni ordinarie o di risparmio. In genere, alle azioni di risparmio viene assegnato, in caso di distribuzione degli utili, un dividendo minimo annuo (calcolato in percentuale al valore nominale) ed uno scarto minimo sul dividendo delle azioni ordinarie in sede di rimborso del capitale. A fronte del vantaggio patrimoniale, le azioni di risparmio sono del tutto prive di voto sia nelle assemblee ordinarie sia in quelle straordinarie, senza per questo precludere al possessore la qualifica di socio a tutti gli effetti. Esse consentono la partecipazione alle sole assemblee speciali dei possessori di azioni di risparmio, costituite per la tutela dei diritti di categoria. La legge prevede alcune limitazioni all'emissione: non più del 50% del capitale azionario può essere costituito da azioni di risparmio o da altre categorie di azioni senza voto o con voto limitato o condizionato, al fine di limitare il potere degli azionisti ordinari, che, altrimenti, potrebbero controllare la società pur essendo titolari di una bassa percentuale del capitale e senza rischi²⁴ (art. 2351, co.2, c.c.). La mancanza del diritto di voto, tuttavia, non va considerata come un “*vulnus*”

²⁴ Fonte: [www.borsaitaliana.it/glossario:azione di risparmio](http://www.borsaitaliana.it/glossario:azione%20di%20risparmio).

alle prerogative del socio, in quanto, riguarda categorie di azionisti che non sono interessati alla gestione della *res socialis* e va, al contrario, interpretata come una forma di tutela degli interessi patrimoniali di questi soggetti. In questa direzione, infatti, la posizione economica del socio azionista di risparmio è più simile a quella del creditore che non a quella degli altri soci. Questa impostazione è espressione del principio di proporzionalità, considerato meccanismo ideale volto ad assegnare il potere economico in funzione del rischio sopportato con la partecipazione al capitale della società. L'adozione di questo criterio fa sì che gli azionisti di controllo risultino maggiormente incentivati a proseguire la massimizzazione del valore aziendale.

Tornando ai *club* sportivi, la struttura finanziaria delle società calcistiche quotate è in piena correlazione con il principio di proporzionalità.

Un sistema di distribuzione dei diritti amministrativi e dei diritti agli utili in rapporto all'entità del capitale apportato dal singolo socio all'impresa e, dunque, del grado di rischio che il soggetto assume con l'atto di finanziamento rappresenta la base primaria

per lo sviluppo di una società che vede coinvolti gli interessi di diverse categorie di soggetti: imprenditori, distributori dei servizi, tifosi, sponsor. Gli imprenditori, infatti, possono reperire facilmente fonti di finanziamento tra i tifosi; per questi ultimi l'incentivo all'investimento nella squadra è nel desiderio di contribuire a migliorare la *performance* sportiva della società, ragion per cui, l'interesse alla gestione amministrativa è meno avvertito rispetto a quello degli investitori istituzionali. In tal modo, il peso della gestione della struttura finanziaria rimane concentrato nelle mani dei soci "principali", cui spetterà adottare un'adeguata strategia di marketing diretta a massimizzare il vantaggio economico della società e di coloro che hanno creduto nel progetto della squadra.

5. Le società calcistiche italiane quotate.

Attualmente le società di calcio quotate in borsa sono tre: S.S. Lazio, A.S. Roma e Juventus F.C.

La Lazio approda in Piazza affari il 6 maggio del 1998, presentandosi con un bilancio utile nell'ultimo esercizio. Si ricorda, infatti, che con la modifica del 1997 del regolamento della Borsa era venuto meno, a determinate condizioni, l'obbligo di presentazione degli ultimi tre bilanci di esercizio in utile, permettendo, in tal modo, a queste società l'ingresso nel mercato finanziario. L'OVPS riguardava il collocamento di azioni, per il 25% destinazione ai piccoli azioni e per 75% indirizzato agli investitori istituzionali (banche, fondi d'investimento), per un'offerta corrispondente al 43,27% del capitale sociale.

I risultati dell'operazione furono del tutto inaspettati. Nel primo giorno di negoziazioni la richiesta di titoli superava di circa 6-7 volte l'offerta e la richiesta dei piccoli risparmiatori era superiore di circa 10 volte la quantità loro riservata. La Lazio non si presentava certo con il migliore dei bilanci, tuttavia, a fine giornata, il titolo aveva guadagnato l'11,5% rispetto al prezzo iniziale. Dopo questo sprint iniziale, purtroppo, il rendimento in

borsa della società si è assestato verso una tendenza negativa, a causa delle continue oscillazioni del rendimento sportivo. A partire dal 2002 la Consob è stata costretta a effettuare numerosi interventi nei confronti della Lazio, nell'ambito dell'attività di controllo sulla trasparenza finanziaria. La S.S. Lazio è stata al centro della vicenda finanziaria del gruppo Cirio, società di controllo della società calcistica, che si è conclusa con l'uscita di scena del presidente della Lazio, Sergio Cragnotti. Nel periodo successivo, si è avuto un leggero rialzo del titolo, ma il *trend* negativo ha ripreso campo durante lo scandalo di "Calciopoli". Nel 2006 la società ha rischiato di essere cancellata dalle negoziazioni nel mercato borsistico. A seguito di un'operazione finanziaria che aveva condotto la società Lazio Events all'acquisto di partecipazioni e il raggiungimento del 50,5% circa del capitale sociale, la società è stata costretta a lanciare un'offerta di pubblico acquisto (OPA), secondo quanto previsto dal T.U.F.²⁵

²⁵ art.106 T.U.F. «*Chiunque, a seguito di acquisti ovvero di maggiorazione dei diritti di voto, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento ovvero a disporre di diritti di voto in misura superiore al trenta per cento dei medesimi promuove un'offerta pubblica di acquisto rivolta a tutti i possessori di titoli sulla totalità dei titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato in loro possesso. 1-bis. Nelle società diverse dalle PMI l'offerta di cui al comma 1 è promossa anche da chiunque, a*

seguito di acquisti, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del venticinque per cento in assenza di altro socio che detenga una partecipazione più elevata. 1-ter. Gli statuti delle PMI possono prevedere una soglia diversa da quella indicata nel comma 1, comunque non inferiore al venticinque per cento né superiore al quaranta per cento. Se la modifica dello statuto interviene dopo l'inizio delle negoziazioni dei titoli in un mercato regolamentato, i soci che non hanno concorso alla relativa deliberazione hanno diritto di recedere per tutti o parte dei loro titoli; si applicano gli articoli 2437-bis, 2437-ter e 2437-quater del codice civile. 2. Per ciascuna categoria di titoli, l'offerta è promossa entro venti giorni a un prezzo non inferiore a quello più elevato pagato dall'offerente e da persone che agiscono di concerto con il medesimo, nei dodici mesi anteriori alla comunicazione di cui all'articolo 102, comma 1, per acquisti di titoli della medesima categoria. Qualora non siano stati effettuati acquisti a titolo oneroso di titoli della medesima categoria nel periodo indicato, l'offerta è promossa per tale categoria di titoli ad un prezzo non inferiore a quello medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi o del minor periodo disponibile. Il medesimo prezzo si applica, in mancanza di acquisti a un prezzo più elevato, in caso di superamento della soglia relativa ai diritti di voto per effetto della maggiorazione ai sensi dell'articolo 127-quinquies. 2-bis. Il corrispettivo dell'offerta può essere costituito in tutto o in parte da titoli. Nel caso in cui i titoli offerti quale corrispettivo dell'offerta non siano ammessi alla negoziazione su di un mercato regolamentato in uno Stato comunitario ovvero l'offerente o le persone che agiscono di concerto con questi, abbia acquistato verso un corrispettivo in denaro, nel periodo di cui al comma 2 e fino alla chiusura dell'offerta, titoli che conferiscono almeno il cinque per cento dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea della società i cui titoli sono oggetto di offerta, l'offerente deve proporre ai destinatari dell'offerta, almeno in alternativa al corrispettivo in titoli, un corrispettivo in contanti. 3. La Consob disciplina con regolamento le ipotesi in cui: a) la partecipazione indicata nei commi 1, 1-bis e 1-ter è acquisita mediante l'acquisto di partecipazioni o la maggiorazione dei diritti di voto, in società il cui patrimonio è prevalentemente costituito da titoli emessi da altra società di cui all'articolo 105, comma 1; b) l'obbligo di offerta consegue ad acquisti superiori al 5% o alla maggiorazione dei diritti di voto in misura superiore al cinque per cento dei medesimi, da parte di coloro che già detengono la partecipazione indicata nei commi 1 e 1-ter senza detenere la maggioranza dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria; c) l'offerta, previo provvedimento motivato della Consob, è promossa ad un prezzo inferiore a quello più elevato pagato, fissando i criteri per determinare tale prezzo e purché ricorra una delle seguenti circostanze: 1) i prezzi di mercato siano stati influenzati da eventi eccezionali o vi sia il fondato sospetto che siano stati oggetto di manipolazione; 2) il prezzo più elevato pagato dall'offerente o dalle persone che agiscono di concerto con il medesimo nel periodo di cui al comma 2 sia il prezzo di operazioni di compravendita sui titoli oggetto dell'offerta effettuate a condizioni di mercato e nell'ambito della gestione ordinaria della propria attività caratteristica ovvero sia il prezzo di operazioni di compravendita che avrebbero beneficiato di una delle esenzioni di cui al comma 5; d) l'offerta, previo provvedimento motivato della Consob, è promossa ad un prezzo superiore a quello più elevato pagato purché ciò sia necessario per la tutela degli investitori e ricorra almeno una delle seguenti circostanze: 1) l'offerente o le

Alla scadenza dell'offerta i titoli acquistati riguardavano solo al 13% circa dell'offerta totale, tuttavia, tanto bastava ad evitare il conseguimento da parte di Lazio Events della quota di maggioranza del 90%, con il rischio di procedere all'operazione di *delisting* della società.

persone che agiscono di concerto con il medesimo abbiano pattuito l'acquisto di titoli ad un prezzo più elevato di quello pagato per l'acquisto di titoli della medesima categoria;2) vi sia stata collusione tra l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo e uno o più venditori;3) ...omissis...; 4) vi sia il fondato sospetto che i prezzi di mercato siano stati oggetto di manipolazione.3-bis. La Consob, tenuto conto delle caratteristiche degli strumenti finanziari emessi, può stabilire con regolamento le ipotesi in cui l'obbligo di offerta consegua ad acquisti che determinino la detenzione congiunta di titoli e altri strumenti finanziari con diritto di voto sugli argomenti indicati nell'articolo 105, in misura tale da attribuire un potere complessivo di voto equivalente a quella di chi detenga la partecipazione indicata nei commi 1, 1-bis e 1-ter.3-ter. I provvedimenti di cui alle lettere c) e d) del comma 3 sono resi pubblici con le modalità indicate nel regolamento di cui all'articolo 103, comma 4, lettera f).3-quater. L'obbligo di offerta previsto dal comma 3, lettera b), non si applica alle PMI, a condizione che ciò sia previsto dallo statuto, sino alla data dell'assemblea convocata per approvare il bilancio relativo al quinto esercizio successivo alla quotazione.4. L'obbligo di offerta non sussiste se la partecipazione indicata nei commi 1, 1-bis e 1-ter è detenuta a seguito di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio rivolta a tutti i possessori di titoli per la totalità dei titoli in loro possesso, purché, nel caso di offerta pubblica di scambio, siano offerti titoli quotati in un mercato regolamentato di uno Stato comunitario o sia offerto come alternativa un corrispettivo in contanti. 5. La Consob stabilisce con regolamento i casi in cui il superamento della partecipazione indicata nei commi 1, 1-bis e 1-ter o nel comma 3, lettera b), non comporta l'obbligo di offerta ove sia realizzato in presenza di uno o più soci che detengono il controllo o sia determinato da: a) operazioni dirette al salvataggio di società in crisi; b) trasferimento dei titoli previsti dall'articolo 105 tra soggetti legati da rilevanti rapporti di partecipazione;c) cause indipendenti dalla volontà dell'acquirente; d) operazioni ovvero superamenti della soglia di carattere temporaneo;e) operazioni di fusione o di scissione;f) acquisti a titolo gratuito. 6. La Consob può con provvedimento motivato, disporre che il superamento della partecipazione indicata nei commi 1, 1-bis e 1-ter o nel comma 3, lettera b), non comporta obbligo di offerta con riguardo a casi riconducibili alle ipotesi di cui al comma 5, ma non espressamente previsti nel regolamento approvato ai sensi del medesimo comma».

La seconda società calcistica italiana a quotarsi in borsa è stata la Roma, il 23 maggio del 2000. Il risultato dell'operazione, al primo giorno, non è stato sensazionale come nel caso della S.S. Lazio, tuttavia, anche in questa occasione le richieste di sottoscrizione sono risultate maggiori all'offerta. L'andamento del titolo, dopo un iniziale avvio positivo, si è assestato lungo un *trend* negativo, con una maggiore crescita nel periodo di "Calciopoli", vicenda dalla quale la Roma restò immune. Nel periodo successivo, però, si è registrata una perdita di interesse da parte del mercato finanziario verso il titolo della predetta società, con conseguente riduzione del numero delle negoziazioni. Nel corso di questo arco temporale non sono mancate, peraltro, richieste di informazioni, modifiche e chiarimenti da parte della Consob, al fine di assicurare condizioni adeguate di trasparenza della società nel mercato, delle quali si avrà modo di parlare nel capitolo terzo di questa trattazione.

La Juventus è stata l'ultimo *club* a fare ingresso nel mercato borsistico, il 19 dicembre del 2001 e, ad oggi, è quella che riveste la posizione di maggiore rilievo tra le società calcistiche italiane quotate nel mercato finanziario.

La Juventus F.C. è l'unica squadra ad avere presentato in fase di quotazione un bilancio con gli ultimi tre esercizi in utile e un progetto di investimento articolato, consistente nella costruzione di un centro sportivo e di un'area commerciale. Inaspettatamente, l'operazione di collocamento non realizza l'accoglienza sperata, tuttavia, il primo giorno l'esito del collocamento in borsa registra comunque un segno positivo. Il maggiore momento di flessione negativa nella storia borsistica del *club* si registra nel periodo di "Calciopoli", vicenda rispetto alla quale la Juventus ebbe una posizione centrale, con la retrocessione della squadra in serie B.

Superata questa fase, la società riprende un *trend* positivo, che si riflette sull'andamento dei titoli in Borsa. L'8 settembre del 2011 il *club* inaugura lo Juventus Stadium, noto anche come J-Stadium. Costruito sulla stessa area del preesistente stadio Delle Alpi di Torino, del quale riutilizza parte delle strutture, lo Juventus Stadium è il primo stadio italiano privo di barriere architettoniche. Si tratta di una struttura d'eccellenza, dal punto di vista strutturale e della compatibilità ambientale. Nei suoi primi anni di vita, l'impianto non ha avuto un nome commerciale, pertanto, è stato fino ad ora appellato con il nome di Juventus Stadium, ma, a partire dall'1 luglio 2017 assumerà la

denominazione di Allianz Stadium. Infatti, l'1 giugno 2017, la Società ha ufficializzato un accordo con la Società di servizi finanziari Allianz, che ha acquistato i diritti di *naming* dello stadio fino al 2023²⁶.

Da quanto sin qui esposto in merito al fenomeno della quotazione delle società di calcio, non è possibile affermare una piena compatibilità del funzionamento della Borsa con la natura dell'attività sportiva.

In altre parole, la quotazione in Borsa, in assenza di adeguati correttivi, non attribuisce benefici rilevanti alla società. Tra i problemi più diffusamente riscontrati nel settore, si ricordano la mancanza di liquidità, la scarsa capitalizzazione, la composizione del patrimonio di tali società, a causa dell'assoluta prevalenza di attività immateriali, la dipendenza delle *performance* borsistiche dei titoli dai risultati sportivi. A tal proposito, si deve sottolineare che la volatilità dei titoli è accresciuta dall'aggiornamento delle informazioni a disposizione degli appassionati con cadenza settimanale, a differenza delle altre società in cui, salvo eventi

²⁶ Diritti di *naming*: sono i diritti di denominazione di una proprietà, una infrastruttura, una stazione, un museo o un edificio universitario, offerti ad uno sponsor in cambio di un prezzo o di un interesse congiunto alla valorizzazione del luogo, del traffico, del business, effettuata nell'ambito di contratto atipico di sponsorizzazione.

specifici, l'aggiornamento avviene per periodi trimestrali. È innegabile, inoltre, che l'attività borsistica delle società calcistiche risente della stagionalità del campionato. Con l'approssimarsi del termine delle competizioni, infatti, risulta più chiaro il rendimento della società, cosicché, le negoziazioni tendono a diminuire. Le considerazioni sin qui svolte, pertanto, non offrono soluzioni definitive alla valutazione dell'utilità del calcio in borsa, lasciando spazio ad una forte incertezza su quello che sarà il futuro delle predette società, almeno, fino a quando non si registreranno le sopra auspiccate inversioni di tendenza sulle modalità di gestione dell'impresa.

Capitolo III

Informazione e trasparenza

1. Il ruolo della Consob.

La peculiarità dell'attività svolta dalle società sportive quotate nei mercati regolamentati richiama all'attenzione sul tema dell'informazione e della trasparenza necessari al corretto funzionamento del settore finanziario. Nel nostro ordinamento spetta alla Consob, quale organo istituzionalmente preposto alla vigilanza e al controllo del mercato dei capitali, assicurare un'adeguata informazione riguardo gli eventi della vita delle società che fanno appello al pubblico risparmio, al fine di assicurare agli investitori il compimento di scelte più consapevoli. A tal proposito, occorre evidenziare come, nell'ottica dei poteri della Consob, garanzia della trasparenza significhi tutela dei risparmiatori ad una corretta informazione. Il controllo di questo organo, infatti, è diretto non tanto alla verifica della esattezza delle informazioni, quanto, piuttosto, alla valutazione dell'idoneità delle stesse ad indirizzare consapevolmente le scelte dei risparmiatori.

Invero, la tutela alla trasparenza sui fatti inerenti la gestione e l'organizzazione societaria, è volta ad assicurare, attraverso il rispetto delle regole di informazione, il miglior funzionamento della società, favorendo, indirettamente, gli interessi degli azionisti. Infatti, con l'entrata nel mercato finanziario la società quotanda consente di sottostare agli obblighi informativi nei confronti del pubblico.

Le regole della trasparenza e dei controlli riguardano indistintamente tutte le società, quotate e non, aventi azioni od obbligazioni diffuse tra il pubblico, incluse, quindi, le società calcistiche quotate. Secondo i canoni imposti dai principi di informazione continua e di informazione su richiesta, le società sono tenute a comunicare al pubblico le informazioni privilegiate che riguardano la vita della società o delle società controllate (artt. 114 TUF comma 1 e 181 TUF)²⁷; mentre, la Consob ha

²⁷ *“Fermi gli obblighi di pubblicità previsti da specifiche disposizioni di legge, gli emittenti quotati comunicano al pubblico, senza indugio, le informazioni privilegiate di cui all'articolo 181 che riguardano direttamente detti emittenti e le società controllate. La Consob stabilisce con regolamento le modalità e i termini di comunicazione delle informazioni, ferma restando la necessità di pubblicazione tramite mezzi di informazione su giornali quotidiani nazionali, detta disposizioni per coordinare le funzioni attribuite alla società di gestione del mercato con le proprie e può individuare compiti da affidarle per il corretto svolgimento delle funzioni previste dall'articolo 64, comma 1, lettera b).”* (art. 114, co. 1, TUF); *“Ai fini del presente titolo per informazione privilegiata si intende un'informazione di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente,*

facoltà di richiedere, anche in via generale, che siano resi pubblici documenti e notizie necessari per l'informazione del pubblico.

In caso di inottemperanza, la Consob provvede direttamente a spese degli interessati (art. 114 comma 5)²⁸ e decidere di irrogare

direttamente o indirettamente, uno o più emittenti strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari. 2. In relazione ai derivati su merci, per informazione privilegiata si intende un'informazione di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più derivati su merci, che i partecipanti ai mercati su cui tali derivati sono negoziati si aspettano di ricevere secondo prassi di mercato ammesse in tali mercati. 3. Un'informazione si ritiene di carattere preciso se: a) si riferisce ad un complesso di circostanze esistente o che si possa ragionevolmente prevedere che verrà ad esistenza o ad un evento verificatosi o che si possa ragionevolmente prevedere che si verificherà; b) è sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto del complesso di circostanze o dell'evento di cui alla lettera a) sui prezzi degli strumenti finanziari. 4. Per informazione che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di strumenti finanziari si intende un'informazione che presumibilmente un investitore ragionevole utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento 5. Nel caso delle persone incaricate dell'esecuzione di ordini relativi a strumenti finanziari, per informazione privilegiata si intende anche l'informazione trasmessa da un cliente e concernente gli ordini del cliente in attesa di esecuzione, che ha un carattere preciso e che concerne, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti di strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari.” (art. 181 TUF).

²⁸ *“La Consob può, anche in via generale, richiedere agli emittenti, ai soggetti che li controllano, agli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine, ai componenti degli organi di amministrazione e controllo e ai dirigenti, nonché ai soggetti che detengono una partecipazione rilevante ai sensi dell'articolo 120 o che partecipano a un patto previsto dall'articolo 122 che siano resi pubblici, con le modalità da essa stabilite, notizie e documenti necessari per l'informazione del pubblico. In caso di inottemperanza, la Consob provvede direttamente a spese del soggetto inadempiente.” (art. 114, co. 5, TUF).*

sanzioni amministrative pecuniarie nei confronti del soggetto inadempiente (art. 193 TUF).

Raccomandazioni e pareri sono gli strumenti dei quali l'Autorità di vigilanza si serve per regolare l'attività di informazione delle società, indicando i modi e i tempi per effettuare le comunicazioni dovute. Nell'esercizio dei poteri sopra descritti, pertanto, la Consob ha acquisito dalle società, attraverso l'ordine di trasmissione documentale, informazioni di natura straordinaria (v., artt. 70-75, Regolamento emittenti)²⁹; ha introdotto, altresì, l'obbligo di comunicazione al pubblico dei documenti contabili periodici: bilancio d'esercizio, relazioni trimestrali e semestrali degli amministratori (c.d. obbligo di informazione periodica, artt. 77-82, Reg. cit.).

In ottemperanza ai predetti principi, le società quotate sono tenute, inoltre, a redigere annualmente e per ogni esercizio una «*Relazione sul governo societario e gli aspetti proprietari*», la quale può consistere in una sezione speciale della relazione di gestione allegata al bilancio, oppure, in un separato documento

²⁹ Ci si riferisce al regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e s.m.i.

approvato dall'organo amministrativo e pubblicato congiuntamente alla relazione sulla gestione, o infine in un documento pubblicato sul sito internet della società. Il contenuto della relazione è tassativamente indicato nell'elencazione dell'art. 123 bis TUF. Si tratta di indicazioni prevalentemente mirate a informare il pubblico sul grado di contendibilità del controllo della società in caso di scalata ostile (azionisti rilevanti, patti parasociali, categorie di titoli emesse); a descrivere le principali caratteristiche organizzative della società, quali il meccanismo di funzionamento e i poteri degli organi sociali; nonché, a dar conto dell'eventuale adesione della società al codice di comportamento in materia di governo societario promosso dalla società di gestione di categoria³⁰. La società di revisione controlla l'avvenuta redazione della relazione.

Le informazioni regolamentate (ossia, quelle di cui è prescritta la pubblicazione ai sensi dell'art. 123 bis TUF) devono essere depositate presso la Consob e la società di gestione del mercato dove avviene la quotazione. Le modalità di diffusione delle

³⁰ Si tratta, nello specifico, di codici deontologici privati (come il codice di autodisciplina delle società quotate promosso dalla Borsa), che recepiscono regole comunemente accettate di buon governo societario, concernenti sia l'organizzazione, sia le procedure da seguire nella gestione (*c.d. best practices*). L'adesione non è obbligatoria per la società ma sono previste sanzioni pecuniarie per l'inottemperanza dell'obbligo di informazione.

informazioni sono fissate dalla Consob (cfr. art. 65-septies, comma 5, reg. cit.), che in caso di inottemperanza, può rendere nota la violazione dei doveri di informazione, a discapito dell'immagine della società inadempiente ed adottare provvedimenti di sospensione dalla quotazione per un massimo di 10 gg. nei confronti di quest'ultima.

Nell'ambito dell'attività di tutela dell'informazione, la legge (artt. 115³¹ e 187^{octies} TUF e L. 62/2005, att. della Dir. 2003/6/CE sugli abusi di mercato) affida, altresì, alla Consob ampi poteri di indagine, consistenti nella facoltà di richiedere agli emittenti quotati, ai soggetti che li controllano e alle società dagli stessi controllate, la comunicazione di notizie e documenti;

³¹ “1. La Consob, al fine di vigilare sulla correttezza delle informazioni fornite al pubblico può, anche in via generale: a) richiedere agli emittenti quotati, agli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine, ai soggetti che li controllano e alle società dagli stessi controllate, la comunicazione di notizie e documenti, fissandone le relative modalità; b) assumere notizie, anche mediante la loro audizione, dai componenti degli organi sociali, dai direttori generali, dai dirigenti preposti alla redazione dei documenti contabili societari e dagli altri dirigenti, dai revisori legali e d dalle società di revisione legale, dalle società e dai soggetti indicati nella lettera a);) eseguire ispezioni presso i soggetti indicati nelle lettere a) e b), al fine di controllare i documenti aziendali e di acquisirne copia; c-bis) esercitare gli ulteriori poteri previsti dall'articolo 187-octies. 2. I poteri previsti dalle lettere a), b) e c) possono essere esercitati nei confronti dei soggetti che detengono una partecipazione rilevante ai sensi dell'articolo 120 o che partecipano a un patto previsto dall'articolo 122. 3. La Consob può altresì richiedere alle società o agli enti che partecipano direttamente o indirettamente a società con azioni quotate l'indicazione nominativa, in base ai dati disponibili, dei soci e, nel caso di società fiduciarie, dei fiduciari.” (art. 115 TUF)

disporre audizioni con i rappresentanti degli organi sociali; eseguire ispezioni presso le sedi della società, acquisire documenti. In continuità con la predetta funzione si pone l'accertamento dei reati di abuso di informazioni privilegiate (*insider trading*) e manipolazione del mercato, nell'ambito della quale la Consob può svolgere attività di indagine ed ispettiva.

Alla luce dai dati sin qui riportati, è evidente la centralità del ruolo della Consob ai fini del corretto funzionamento del gioco dei mercati. Nel settore del calcio l'interesse ad una corretta circolazione delle notizie riveste un'importanza fondamentale, stante la costante ingerenza dei *media* nella diffusione delle notizie inerenti la gestione delle attività. Si tratta di un fenomeno che ha assunto nel corso degli ultimi anni dimensioni considerevoli, correlativamente all'incremento del *business* del calcio, ma che, come è stato già precisato, rischia di avere effetti incontrollati e, infine, distorsivi per il funzionamento del mercato. L'attività di vigilanza e controllo della circolazione di notizie risulta, pertanto, necessaria a contrastare le asimmetrie informative tra gli operatori del mercato. Anche in questo settore, la Consob è presente ed interviene a diversi livelli. A tal proposito, occorre distinguere la fase della quotazione da quella

di permanenza della società nel mercato finanziario. Quando una società richiede di essere ammessa alla quotazione, è la Consob che decide se autorizzare la pubblicazione del prospetto informativo contenente le informazioni sull'emittente e sugli strumenti finanziari da collocare nel mercato, qualora l'offerta sia destinata alla diffusione presso il pubblico. La Consob verifica se il predetto prospetto risponde ai requisiti indicati al regolamento emittenti e se risulta adeguatamente formato rispetto a quegli elementi che, tenuto conto della specificità delle singole operazioni, siano necessari all'investitore per assumere la piena consapevolezza della operazione e dei rischi connessi. Tutte queste indicazioni vanno a formare il paragrafo intitolato alle c.d. *“Avvertenze per l'investitore”*. Nella fase successiva alla quotazione, la Consob vigila sull'attività delle imprese attive sul mercato con i poteri di cui sopra si è fatta menzione, in base alle richiamate previsioni del TUF.

La Commissione, nell'esercizio dei poteri attribuitigli dalla Legge, è, pertanto, intervenuta nei confronti delle società calcistiche quotate, sia con provvedimenti di carattere generale, sia con richieste dirette alle singole società, al fine di ottenere il raggiungimento di un adeguato livello di correttezza e

trasparenza nelle informazioni tra le medesime. Tra i provvedimenti generali, si ricorda in questa sede la Raccomandazione n. DEM/2080535 del 9 dicembre 2002, avente ad oggetto “*Raccomandazioni in materia di informazioni contabili periodiche e su fatti rilevanti delle società calcistiche quotate*”. In tale occasione, la Consob rilevava che l’estrema eterogeneità delle informazioni fornite dalle società sugli eventi cruciali incidenti sulla gestione non permetteva la comparabilità e la fruibilità delle informazioni medesime da parte degli operatori del mercato (v. premessa alla Racc. DEM/2080535 del 09.12.2002) e, pertanto, al fine di assicurare una maggiore efficacia delle informazioni rese dalle società calcistiche, promuoveva l’adeguamento delle aziende ai livelli minimi dei contenuti e delle forme di presentazione delle informazioni. Tale provvedimento ha visto la Consob impegnata in prima linea in un’articolata attività di consultazione con i maggiori esponenti degli interessi coinvolti: Lega Nazionale Professionisti, Borsa Italiana e società calcistiche quotate, al fine di individuare un elenco dei dati e degli eventi ritenuti più significativi alla comprensione della dinamica gestionale dei quali dare conto sia nelle rendicontazioni periodiche (bilanci, semestrali e

trimestrali), sia nei comunicati stampa (v., art. 66 Reg. emittenti). La Raccomandazione, infatti, contiene una tabella dei dati patrimoniali e finanziari di sintesi: posizione finanziaria netta, rapporto indebitamento/patrimonio, variazione delle disponibilità. In relazione a tali voci, il documento richiede di specificare gli effetti economici e finanziari legati, ad esempio, alla natura stagionale dell'attività, alla cartolarizzazione di attività, alla campagna di abbonamenti, al trasferimento dei calciatori, etc.³². Il provvedimento si conclude, infine, con un invito alle società calcistiche al mantenimento della massima prudenza nella gestione della circolazione delle informazioni che

³² «La peculiarità dell'attività svolta dalle società sportive si riflette con grande evidenza nel contenuto informativo dei rispettivi bilanci. [...] Il conto economico, in primo luogo, evidenzia usualmente due aree di gestione caratteristica, la prima relativa all'attività sportiva propriamente detta (cosiddetta attività on-pitch), che genera ricavi derivanti da incassi al botteghino (biglietti e abbonamenti), vendita di diritti televisivi e radiofonici, concorsi a pronostici; la seconda relativa alle attività direttamente accessorie, che generano ricavi da sponsorizzazioni e proventi pubblicitari, merchandising, gestione diretta degli stadi. Tra le voci di costo derivanti sempre dalla gestione caratteristica ricordiamo gli oneri per gli stipendi del personale tecnico (calciatori e allenatori), l'ammortamento del costo dei diritti pluriennali alle prestazioni dei calciatori, i costi (o i ricavi) da cessione temporanea di calciatori. A tali voci di carattere ordinario spesso si aggiungono (e anzi nelle società calcistiche possono assumere dimensioni preponderanti) componenti di carattere straordinario, quali plus/minusvalenze derivanti dalla negoziazione dei diritti pluriennali all'utilizzo delle prestazioni dei calciatori, nonché sopravvenienze attive o passive connesse alle vicende contrattuali che legano atleti e società. Anche lo stato patrimoniale evidenzia una composizione peculiare, che vede la netta prevalenza di poste del cosiddetto attivo ideale, che peraltro caratterizzano in via esclusiva i bilanci delle società sportive, quali in primo luogo i diritti pluriennali alle prestazioni dei calciatori e la capitalizzazione dei costi sostenuti per il «vivaio». L.A. BIANCHI-DIEGO CORRADO, *op. cit.*, pag. 39-40.

le riguardano, in particolare, per quelle riguardanti accordi non ancora conclusi, la cui diffusione sia idonea ad alterare il regolare funzionamento del mercato.

Altro importante intervento della Consob è quello effettuato con Raccomandazione dell'1 ottobre del 2010 (Racc. n. 10081191 dell'01 ottobre 2010), con la quale la Commissione, richiamandosi al contenuto della predetta Racc. del 09.12.2002, ha inteso fornire ulteriori e specifiche indicazioni sulle *“informazioni da riportare nelle relazioni finanziarie e nei comunicati stampa delle società calcistiche quotate”*. La Raccomandazione del 2010, dunque, integra il contenuto di quella del 2002, in particolare, per quel che concerne i compensi riconosciuti o da riconoscere agli intermediari e ai calciatori e nell'adeguamento delle società ai principi contabili internazionali IAS/FRS³³ nella redazione dei documenti contabili. La Commissione ritiene, infatti, che i principi contabili internazionali siano più adeguati a fornire una efficiente risposta

³³ *International Accounting Standards*: sono i principi contabili internazionali emanati dal gruppo dei professionisti contabili (IASB), che il Regolamento (CE) n. 1606 del 2002 ha reso obbligatori ai fini della redazione del bilancio di esercizio. In Italia, il D.Lgs. n. 38/2005 ha previsto l'obbligo o la facoltà di applicare i principi contabili internazionali per talune tipologie societarie (società quotate, società con strumenti finanziari diffusi, banche e intermediari finanziari e imprese di assicurazione) a partire dal 1° gennaio 2005.

alle esigenze di informazione espresse dal mercato e, quindi, a realizzare un elevato livello di trasparenza.

Ugualmente importanti, nell'ottica della tutela della trasparenza, sono gli interventi diretti della Consob, consistenti in comunicazioni richieste di chiarimenti. Ne sono un esempio le richieste di informazioni formulate dalla Consob nei confronti della S.S. Lazio, nel corso dell'anno 2002, allorquando, si chiedeva alla predetta società di chiarire i rapporti di credito e di debito del gruppo Cirio, all'epoca interessato dal *crack* finanziario, vicenda conclusasi con l'imposizione alla predetta società dell'obbligo di presentare mensilmente al mercato gli aggiornamenti sulla propria situazione finanziaria. Medesima sorte è toccata alla Roma, in conseguenza della crisi finanziaria del gruppo di riferimento che colpiva nel 2003. Anche la Juventus ha dovuto fornire chiarimenti in merito ad alcune operazioni finanziarie inerenti la cessione di una partecipazione societaria di minoranza, che avevano determinato l'iscrizione in bilancio di una plusvalenza. In questa occasione, l'autorità di vigilanza riteneva sufficienti i chiarimenti forniti dalla società calcistica, tuttavia, la invitava ugualmente a fornire le dovute

informazioni al mercato sulle condizioni di realizzazione dell'operazione.

Nell'esercizio dei suoi poteri istituzionali, l'Autorità di vigilanza si è rivolta anche alla società di gestione dei mercati. Tra tutte, si segnala la Comunicazione n. DEM/6089828 del 9-11-2006 relativa all'applicazione dell'art. 152^{sexies} del regolamento emittenti, in materia di trasparenza delle operazioni di compravendita sui titoli di società quotata da parte dei propri amministratori, sindaci e *top managers* (c.d. *internal dealing*). La rilevanza dell'acquisto e della vendita di titoli compiuti da questi soggetti, infatti, è direttamente connessa alla posizione rivestita dai medesimi all'interno della società, da qui, pertanto, l'esigenza di rendere note anche tali operazioni al mercato (a titolo esemplificativo, basti pensare che le operazioni di acquisto di titoli della società da parte dei *top managers* rappresentano un segnale di fiducia nelle prospettive della società. Viceversa per le operazioni di vendita)³⁴.

³⁴ www.borsaitaliana.it/glossario:internaldealing.htm.

2. Il confronto con le esperienze degli altri Paesi Europei.

Il *Tottenham Hotspur* è stato il primo *club* europeo a collocare, le proprie azioni sul mercato mobiliare, nel 1983. Il fenomeno della quotazione in borsa si sviluppa in Inghilterra in concomitanza, oltre che in conseguenza, dell'opera di risanamento del calcio, avviata dopo la tragica esperienza dello stadio di *Hillisbourg* di *Sheffield* nel 1989, in cui 96 tifosi del *Liverpool* persero la vita a causa dei disordini scoppiati durante la disputa dell'incontro della semifinale di Coppa d'Inghilterra contro il *Nottingham Forest*. In seguito a questo episodio, le squadre inglesi subirono un calo drastico degli "incassi di botteghino"³⁵, associato alla dilagante paura per il diffondersi del fenomeno degli *hooligans*. La soluzione al problema fu prontamente individuata dalle istituzioni inglesi nel risanamento strutturale degli stadi, con l'imposizione dell'ampliamento dei posti a sedere, già a partire dalla stagione calcistica '94/95. Essendo impreparati ad un simile esborso, i *club* inglesi, al fine di assicurarsi la partecipazione al campionato, fecero ricorso all'aiuto di terzi, in parte rivolgendosi al *Football Trust* (un istituto di credito sportivo, finanziato,

³⁵ G. FALSANISI – E. F. GIANGRECO, *op. cit.*, p. 114.

prevalentemente, con i ricavi delle scommesse), in parte decidendo di collocare i propri titoli nel mercato finanziario. Nonostante il risanamento strutturale degli stadi rappresentava il principale fattore di impulso alla quotazione in Borsa delle società inglesi, a caratterizzare l'esperienza dei *club* britannici rispetto a quella delle squadre italiane, era soprattutto la modalità di approccio ai mercati finanziari. In quel contesto, la quotazione dei titoli azionari calcistici si inseriva in progetto di tendenziale e progressiva emancipazione dell'impresa dai risultati sportivi. A tal proposito, occorre partire dall'assunto secondo il quale l'affrancamento del rendimento della società dal risultato sportivo è un obiettivo concretamente attuabile solamente attraverso una la gestione dell'impresa in chiave commerciale. Guardando all'esperienza del *Tottenham Hotspur*, è possibile notare come questo *club*, oltre allo svolgimento delle tradizionali attività della società, abbia rivolto interesse al *merchandising* di linee di abbigliamento e alla commercializzazione di *software* per biglietterie elettroniche, nonché, alla gestione dell'impianto sportivo e ad altre attività finanziarie³⁶.

³⁶ CIARRAPICO-COSCI-PINZUTI, *op. cit.*, pag. 68.

A tal proposito, per completezza espositiva, occorre spendere qualche parola sull'organizzazione dei mercati finanziari inglesi. La principale Piazza finanziaria del Regno Unito è la *London Stock Exchange (Main market)*, chiamata anche LSE. L'accesso al mercato borsistico di Londra è subordinato al possesso dei seguenti requisiti:

- 1) essere in esercizio dell'impresa da almeno tre anni;
- 2) avere generato ricavi dall'esercizio dell'attività di imprese;
- 3) certificazione senza riserve sui bilanci degli ultimi tre esercizi;
- 4) flottante non superiore al 25%;
- 5) capacità del capitale circolante allo svolgimento della propria attività per i successivi 18 mesi;
- 6) stabilità organizzativa dell'impresa;
- 7) informativa costante al mercato tramite la pubblicazione dei bilanci semestrali e comunicazione degli eventi più importanti sottoposti ad approvazione assembleare;
- 8) indipendenza gestionale rispetto al gruppo o all'azionista di controllo e predisposizione dei meccanismi di protezione delle minoranze.

Altro mercato alternativo al *London Stock Exchange* è l'*Alternative Investment Market*, istituito nel 1985 per offrire un'opportunità di quotazione e, quindi, di approvvigionamento di capitale di rischio a imprese di ogni nazionalità e di ogni settore economico, piccole o comunque prive dei requisiti richiesti per l'accesso al mercato maggiore. La logica dell'AIM è, infatti, quella di essere un mercato flessibile, con requisiti di accesso meno stringenti e con minori adempimenti di quelli che caratterizzano le borse maggiori.

Tornando all'esperienza degli altri club inglesi, si ricorda che, dopo *Tottenham Hotspur*, altri 11 club seguirono la strada della quotazione in Borsa. Tra questi, spiccano il *Celtic* e il *Manchester United*. Il *Celtic*, oltre alla gestione della squadra, si caratterizza per l'esercizio di attività commerciali legate alla concessione di servizi quali piani pensione, mutui, assicurazioni e una telefonia mobile associata al nome della squadra. I bilanci delle due società evidenziano una situazione negativa nei primi due anni, per poi migliorare nella fase successiva³⁷. L'evento straordinario fu, comunque l'entrata nel mercato finanziario del

³⁷ *Ibidem*, pag. 71.

Manchester United, club calcistico quotatosi per la prima volta nel mercato inglese il 10 giugno 1991, il quale, grazie ad una politica economica attenta alla diversificazione delle attività riuscì a raggiungere risultati vincenti, per la maggior parte dovuti alla gestione diretta dello stadio *Old Trafford* e delle attività commerciali della squadra. Uscita dal listino delle imprese quotate nel mercato finanziario inglese nel 2006, a seguito dell'acquisizione della proprietà della società da parte di Malcom Glazer, la società è stata collocata nel 2012 nel mercato di New York (*New York Stock Exchange*) e, tutt'ora, nonostante il susseguirsi di stagioni calcistiche poco fortunate, resta l'unica squadra ad aver mantenuto risultati positivi nel mercato. Il segreto del *Manchester United* sta nella diversificazione degli introiti. Il titolo non risente dei deboli risultati sportivi perché i ricavi dei diritti televisivi pesano sul bilancio in misura nettamente inferiore (nello specifico, meno di un terzo) rispetto a quello di qualsiasi altro *club* e i ricavi sono costituiti prevalentemente da altre fonti di reddito, quali la vendita di biglietti, il *merchandising* e i contratti di sponsorizzazione³⁸.

³⁸ Fonte: www.borsaitaliana/sottolalente/ManchesterUnitedinborsa.htm.

L'esperienza degli altri club inglesi non è stata altrettanto positiva. Il risultato migliore per queste società è stato conseguito nel 1997. Con l'inizio del nuovo millennio, infatti, si diffonde in maniera sempre più crescente la tendenza al *delisting*, termine con il quale si indica la rimozione di un titolo dalla quotazione su un mercato regolamentato³⁹. Le prime società ad uscire dal mercato finanziario sono state il *Chelsea* e il *Manchester United* – quest'ultimo entrato nuovamente in borsa a New York nel 2012 – a seguito del passaggio in proprietà dei due *club*, rispettivamente, al magnate Roman Abramovich e all'imprenditore Malcom Glazer. A tal proposito, il declino delle società calcistiche in borsa è stato in larga parte attribuito alla politica economica dei *club*, che, al fine di mantenersi competitivi, hanno dissipato la maggior parte delle fortune raccolte in Borsa per comprare giocatori costosi e difficili da mantenere. Le imprese si sono, pertanto, trovate in difficoltà verso i propri azionisti, non potendo garantire a questi ultimi le entrate previste sugli investimenti. La distribuzione dei dividendi di

³⁹ Il ritiro del titolo può avvenire in seguito ad una specifica decisione presa dall'azionista di maggioranza oppure su intervento dell'autorità di gestione del mercato presso cui è quotato il titolo, nel momento in cui vengono a mancare i requisiti previsti per il regolamento: tratto da: ilsole24ore.com/argomenti/parolechiave/delisting.html.

queste imprese, infatti, è ridotta ai minimi termini. Questa situazione viene, peraltro, aggravata dalla imprevedibilità dei risultati sportivi, il cui andamento finisce per condizionare pesantemente le prospettive economiche della società⁴⁰.

Allo stato attuale, sono solo 22 le società di calcio quotate in Europa. Nel 2007, da un iniziale numero di 36 società quotate nel biennio 2001-2003, si è scesi a quota 34. All'apice della classifica per prestazioni finanziarie si trova un *club* turco, il *Trabzonspor*, a dimostrazione che non sempre le ottime prestazioni sportive coincidono con le buone performance finanziarie⁴¹. (fonte:

calcioefinanza.it/2017/02/01/performance-in-borsa-dei-club-europei). Seguono gli altri due *club* calcistici turchi, *Besiktas SK* e *Galatasaray*. La crescita azionaria di questi *club* è prevalentemente dovuta allo sviluppo dell'attività di sponsorizzazione, all'investimento nelle infrastrutture, realizzate attraverso lo scorporo degli *assets* commerciali in una società controllata quotata sul mercato. Attraverso una politica economica basata su contratti di leasing, sollevano la

⁴⁰ MARCO NIADA, “*Borse e perdite ? Incompatibili*”, il Sole 24 ore, 14.05.2006.

⁴¹ fonte: calcioefinanza.it/2017/02/01/performance-in-borsa-dei-club-europei.

società quotata dall'onere di gestione del costo dei giocatori, agevolando, in tal modo la resa delle operazioni di mercato.

In questo momento, risultano in crescita anche le azioni del Lione, unico *club* francese quotato in borsa a seguito dell'acquisto delle quote di minoranza da parte del fondo di investimento cinese IDG. L'accesso al mercato finanziario di questa società è stato possibile solo nel settembre del 2006, allorquando, il Parlamento francese, recependo una direttiva UE ha eliminato il divieto di quotazione nei mercati per le società sportive, mantenuto dall'assemblea dei Deputati anche dopo la riforma del 1999 che consentiva la trasformazione delle società sportive in società anonime. Anche l'*Ajax*, entrata in borsa nel maggio del 1998, si distingue per una modalità di gestione aziendale concentrata sugli introiti pubblicitari, la compravendita dei diritti televisivi e la valorizzazione del vivaio giovanile. Interessanti flussi di denaro sono connessi alla gestione dello stadio.

Singolare è anche la situazione della Danimarca, seconda nazione europea per il numero di società calcistiche quotate in borsa. Queste squadre adottano una politica economica molto

simile a quella dei club inglesi, concentrando, prevalentemente, gli investimenti nella gestione degli stadi.

In linea generale, concludendo sul punto, si può affermare che l'evoluzione del fenomeno borsistico nel calcio non ha realizzato le aspettative volute. Infatti, dopo una iniziale crescita verso i titoli calcistici, l'investimento, salvo alcuni casi isolati, come quello della Turchia, risulta ormai essersi stabilizzato verso un andamento discendente.

3. Considerazioni conclusive e di sintesi sul fenomeno della quotazione in Borsa delle società calcistiche.

Alla luce dei dati sin qui raccolti, non sembrerebbe possibile, almeno per il momento, aspirare ad una valutazione positiva del binomio calcio e borsa, restando tutt'ora aperto l'interrogativo circa l'opportunità del mantenimento in borsa delle società di calcio. Invero, fin da quando il legislatore con la l. 586/1996 ha abolito il divieto di distribuzione degli utili ai soci, a queste società è stata offerta l'opportunità di perseguire un modello di impresa efficiente, aperto ad una dimensione commerciale e non meramente sportiva degli introiti. Tuttavia, nel volgere in un breve periodo di tempo, questa grande innovazione normativa ha inesorabilmente condotto all'aumento del *business* calcistico, alimentando un circolo vizioso basato, prevalentemente, sull'incremento degli ingaggi dei calciatori. L'aumento degli stipendi dei calciatori, infatti, ha determinato un aumento esponenziale dei costi della società, oltretutto, non bilanciato da ulteriori introiti, per via della diminuzione patrimoniale connessa alla cessione dei calciatori, sempre più incoraggiati a raggiungere la scadenza del contratto, per rivendicare l'aumento dell'ingaggio.

In questo contesto, le società calcistiche, nell'intento di migliorare le prestazioni sportive, sono state obbligate cercare altrove fonti di ricavo e, al contempo, ad indebitarsi. Tuttavia, nemmeno i proventi derivanti dalla compravendita dei diritti TV sono risultati sufficienti a contrastare la crisi finanziaria dei *club*, come dimostra l'esperienza del "Decreto salva-calcio", approvato con legge n. 27 del 21 febbraio 2003 e successivamente "cassato" dall'Unione europea, con il quale il Legislatore, al fine aiutare le squadre ad uscire dalla crisi, consentiva alle società sportive di distribuire in dieci anni le svalutazioni derivanti da perdite durevoli di valore dei diritti di prestazione dei calciatori (DPC), anziché imputarle all'esercizio in cui sono maturate.

Sulla base di tali dati, la quotazione in Borsa delle società di calcio risultava, senza dubbio, una scelta avventata, sia per gli investitori, sia per l'impresa stessa. In effetti, in Italia, non appena si aprì il dibattito sull'argomento, l'allora presidente della COVISOC (Commissione di Vigilanza sulle Società di Calcio Professionistiche), Victor Uckmor, ebbe modo di affermare che «*I titoli legati al calcio sono sconsigliati agli orfani e alle vedove*». L'11 ottobre del 1997 un editoriale del

Financial Times affermava che *«il calcio è un affare ad alto rischio: un goal può segnare la differenza tra promozione e retrocessione, modificando radicalmente le prospettive di una squadra»*, mentre, l'Antitrust, all'esito di una indagine conoscitiva sul calcio italiano, nel 2006, metteva in guardia gli operatori del settore in merito al fatto che: *«vi sono svantaggi correlati proprio alla volatilità del titolo, posto che i ricavi societari sono eccessivamente concentrati sulle entrate da diritti televisivi. In tale contesto, l'andamento del titolo rischia di essere particolarmente correlato ai soli risultati sportivi conseguiti dalla squadra della società quotata. Una scarsa patrimonializzazione e ricavi poco differenziati, incidendo negativamente sull'andamento del titolo, possono poi condurre a un rischio di attacchi speculativi e scalate azionarie. Va infatti sottolineato come i titoli delle società di calcio sono spesso considerati dal mercato e dagli analisti come titoli puramente speculativi, ossia da non detenere al fine di beneficiare di una distribuzione di dividendi, ma sui quali “scommettere” per operazioni sulle oscillazioni dei prezzi»*⁴². Ciononostante, in

⁴² AGCM, Provv. n. 16280 del 21/12/2006.

quella occasione, l’Autorità garante non respinse l’idea della quotazione in sé, affermando, al contrario, la necessità di utilizzare l’ingresso nei mercati finanziari come nuova fonte di finanziamento per il raggiungimento di un maggiore equilibrio competitivo nei campionati, da adottare con i dovuti correttivi. Tale osservazione, del resto, trova fondamento nell’assunto secondo il quale, se la quotazione è fine a se stessa e funzionale solo a raccogliere le risorse per il “calcio-mercato”, allora, l’operazione non può che rivelarsi disastrosa, per la società e per gli investitori, perché soggetta alla valutabilità dei risultati sportivi e alle preferenze dei tifosi; se, invece, la si collega ad un progetto industriale credibile di società che hanno un patrimonio solido, non limitato alla rosa degli atleti, allora, la situazione si presenta diversamente e può avere risvolti positivi.

A questo punto, dunque, bisogna capire in che modo conciliare la validità di questa affermazione con il fenomeno dell’abbandono dei mercati finanziari attualmente in corso da parte delle imprese calcistiche quotate. Da un numero di 36 *club*, infatti, si è passati ad un totale di sole 22 società operanti nei mercati finanziari europei, con il *Manchester*

United che ha preferito seguire la strada della quotazione nel mercato di *Wall Street*. Tuttavia, la rilevanza di questo dato non è sufficiente a presentare un bilancio negativo del fenomeno in esame. Una diversa chiave di lettura, infatti, è ancora possibile, ove si proceda ad una rielaborazione obiettiva e razionale dei dati raccolti.

Orbene, si è visto come, nonostante le perplessità e il disaccordo di diversi opinionisti, nel 1997, la Consob decise di modificare regole che impedivano l'accesso al mercato azionario di *club* calcistici, abrogando la prescrizione dell'obbligo di presentazione degli ultimi tre bilanci in utile. Questo fondamentale passaggio normativo consentì l'ingresso in Borsa alla S.S. Lazio di Cragnotti. In un primo momento, il buon esito dell'operazione faceva sperare uno sviluppo efficiente e proficuo della società, in linea con l'andamento nei mercati delle altre società europee, al punto da determinare prima la Roma, poi la Juventus, a quotarsi in borsa. Queste attese, tuttavia, sono state tradite nel corso degli anni, in quanto, i titoli delle squadre di calcio hanno dato poche soddisfazioni ai propri azionisti. Cosicché, il fenomeno della quotazione in Borsa, inizialmente, salutato con grande

entusiasmo, ha finito, via via, per perdere interesse verso gli investitori, fino a subire, in contemporanea con lo scandalo di “Calciopoli”, una battuta di arresto nella sua crescita. A partire da questo momento, infatti, ha cominciato a diffondersi in maniera crescente la tendenza di segno opposto, ovvero, il *delisting* dal mercato. L’attuale andamento delle società calcistiche nei mercati finanziari è del contestuale interagire di molteplici fattori. Il principale di questi è certamente la dipendenza dal risultato sportivo, che rende oscillante il rendimento dei titoli in borsa. La mancata qualificazione alla *Champions League*, ad esempio, è una delle principali cause di perdita e rappresenta un evento traumatico nella vita del *club*; a questo dato si associa, altresì, il carattere stagionale dell’attività sportiva, che tende a far abbassare i ricavi nel periodo successivo all’interruzione delle competizioni. In questa compagine, anche difendere il proprio valore dalle ondate ribassiste per uscire dalle crisi finanziarie risulta un’impresa estremamente ardua per i *club*. Tuttavia, la causa di queste problematiche è anche endogena e va ricercata nella strategia economica adottata dai *club*. Le società di calcio, infatti, sono ancora troppo legate ad un’idea di

business incentrata sul mercato dei giocatori e la compravendita diritti televisivi. In tal modo, la politica economica di queste società risulta costantemente divisa tra la necessità di distribuire i dividendi agli azionisti e il desiderio di reinvestire i proventi dell'attività finanziaria nell'acquisto di nuovi giocatori, al fine di migliorare le prestazioni sportive e collocarsi ai vertici delle competizioni. In altri termini, le società di calcio, soprattutto quelle italiane, non sono ancora entrate nell'ottica per cui al fine di contrastare gli effetti negativi dell'andamento del mercato, è necessario tendere il più possibile ad una solida patrimonializzazione e ad una maggiore differenziazione e stabilizzazione delle entrate. In effetti, parlare di stabilizzazione delle entrate per le società calcistiche risulta abbastanza difficile, in quanto, il settore risente costantemente dell'andamento delle *performance* sportive, per l'aleatorietà che per natura caratterizza il fenomeno calcistico. Meno utopistici, invece, risulterebbero gli obiettivi della maggiore patrimonializzazione e diversificazione delle entrate della società. In effetti, questo modello di *business* è stato già messo in pratica da altri *club*, quali il *Manchester United*, sebbene, ad oggi, risulta ancora

difficilmente praticabile in Italia, a causa del noto problema della proprietà comunale degli impianti sportivi e della mancanza di stadi di proprietà dei *club*, eccezion fatta per la Juventus.

Quanto fin'ora esposto, dovrebbe, quindi, suffragare il diffuso pregiudizio circa il mantenimento delle società calcistiche nel mercato finanziario. Tuttavia, a tal proposito, ragionando in termini di politica economica, è possibile pervenire ad una conclusione diversa.

La capacità delle società calcistiche di competere nel mercato finanziario non è legata solamente all'attitudine a trasformare le vittorie in successi commerciali. Oggi, è necessario che i *club* adottino dinamiche economiche simili a quelle delle società multinazionali che dominano i vari settori industriali. Nel contesto attuale, diverse squadre di calcio sono attive in fondi finanziari (Juventus, Roma, *Manchester United*, *Borussia Dortmund*, etc.) e l'interesse mostrato dagli investitori nei confronti di questi *club* è la dimostrazione che i gestori scelgono soprattutto società con una struttura simile ad un'azienda tradizionale. Per questi *club* il quadro finanziario

si presenta diversificato e l'andamento dei titoli risente più dei flussi economici del Paese di riferimento che dei *goal* segnati in campionato⁴³. Infatti, la possibilità di avere uno stadio di proprietà permette alle società di diversificare le fonti di guadagno e crescere a ritmi più elevati, come dimostra, del resto, la recente esperienza di alcuni *club* nel settore della sponsorizzazione delle infrastrutture (c.d. vendita dei diritti di *namings*). Diversamente, investendo solo sui diritti televisivi e i calciatori, le possibilità di sviluppo sono sensibilmente ridotte, oltre che aleatorie. Non è sempre vero, quindi, che la resa finanziaria dipende dal conseguimento del risultato sportivo. È, invece, possibile, oggi, sperimentare il percorso inverso. Ciò che si intende sottolineare è che, come per qualsiasi altro settore, anche nel caso della quotazione della società calcistiche, il mercato borsistico effettua una selezione darwiniana delle imprese, facendo avanzare quelle più efficienti e all'avanguardia ed eliminando quelle incapaci di attuare nuove strategie di *business*. In definitiva, pertanto, il binomio calcio-borsa può ancora funzionare ed essere utile

⁴³ MARCO BELLINARZO, *Per il calcio in Borsa la selezione è darwiniana: premia solo le migliori*, in il Sole 24 ore, 30 giugno 2015.

per il mercato, attraverso l'adesione delle società ad una nuova prospettiva economica che ponga il risultato sportivo non come la premessa ma come il risultato di una moderna ed efficiente strategia commerciale.

Bibliografia

- AA. VV., Il futuro delle società di calcio in Europa, Delta 2 Edizioni, 2003;
- BIANCHI L. A. – CORRADO D., I bilanci delle società di calcio, Egea, Milano, 2004;
- BIGIAMI W., La professionalità dell'imprenditore, Cedam, Padova, 1999; MANCINI, L'ordinamento sportivo e i relativi soggetti, 2010;
- BRAGHERO- PERFUMO – RATTEO, Per sport e per business: è tutto parte del gioco, 1999, Franco Angeli;
- calciofinanza.it/2017/02/01/performance-in-borsa-dei-club-europei/;
- CANNIZZARO, Audizione della Consob sul tema della quotazione delle società calcio nei mercati regolamentati: Roma, 4.05.2004, in www.consob.it/morin/documenti/Pubblicazioni/Audizioni/audizione-quotaz-soc-calcio.Maggio 2004.htm;
- CARTA M., La disciplina normativa delle società di calcio: un quadro di sintesi, in AA.VV., Il calcio professionistico, AGE, 2005, n. 2, p. 302;

- CIARRAPICO A. M. – COSCI S. – PINZUTI P., Risultati sportivi e performance di borsa nel calcio europeo, in Riv. Dir. Ec. dello Sport, Vol. VI, fasc. 2, 2010;
- CINCIMINO S., La valutazione e la rappresentazione della risorsa calciatore nei bilanci delle società di calcio professionistiche, Gulotta Editore, 2008;
- FALSANISI G. – GIANGRECO E. F., Le società di calcio del 2000, Rubettino editore, 2001;
- GATTI S., Il merchandising e la sua disciplina giuridica, 1989;
- JOVENITTI, Enterprenurial finance, 2001, Milano;
- MACRÌ C., Associazioni e società sportive, I) Diritto Commerciale, in Enc. Giur. Treccani;
- MACRÌ C., la vicenda delle società sportive: dal diritto speciale al diritto comune, in Studium juris, 1997, pag. 3;
- MALAGUTTI V., I conti truccati del calcio, Carrocci, Milano, 2002;

- MANNIELLO M. M., Quotazione in borsa di società calcistiche: analisi del caso italiano e comparazione europea, 2003;
- MARASÀ G., Società speciali e società anomale, in Enc. Giur. Treccani;
- MARCO BELLINARZO, Per il calcio in Borsa la selezione è darwiniana: premia solo le migliori, in il Sole 24 ore, 30 giugno 2015;
- NIADA MARCO, “Borse e perdite? Incompatibili, il Sole 24 ore, 14.05.2006;
- PINZUTI P., Confronto tra performance sportiva e quotazioni in borsa delle squadre di calcio italiane, 2007;
- RUBINO F., Un approccio manageriale alla gestione delle società di calcio, Angeli, Milano 2004;
- SZYMASKI, Il business nel calcio: successi sportivi e rovesci finanziari;
- TRESCA A., Branding, cos'è e perché è così importante, 2006;

- VERRUCOLI P., Le società e le associazioni sportive alla luce della legge di riforma, in Riv. Dir. Comm., 1982, I, p.131;
- VOLPE PUTZOLU G., Le società sportive, Trattato delle società per azioni, a cura di Colombo e Portale, Vol. 8, pag. 301;
- www.agcom.it;
- www.borsaitaliana.it;
- www.consob.it.
- www.ilsole24ore.com.